全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 透析全球宏观投资法 ● 实用的投资决策工具
● 专业投资人经验之谈 ● 低迷市场的生存之道

PEARSON
www.pearson.com

要赢，就要参透行情

在动荡不定的全球资本市场中控制风险、扩大收益的方法

杰克·阿布林（Jack Ablin）
苏札尼·麦基（Suzanne McGee）◎著
彭玉镏◎译

投资心理
经济形势
基本面定价
流动性
态势

PEARSON
清华大学出版社

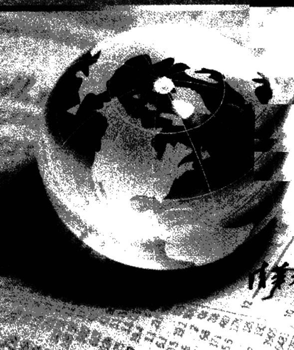
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



PEARSON
www.pearson.com

要赢，就要参透行情

在动荡不定的全球资本市场中控制风险、扩大收益的方法



杰克·阿布林（Jack Ablin）
苏珊尼·麦基（Suzanne McGee）◎ 著
彭玉镯 ◎ 译

清华大学出版社
北 京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088
理想藏书55188

Authorized translation from the English language edition,entitled READING MINDS AND MARKETS:MINIMIZING RISK AND MAXIMIZING RETURNS IN A VOLATILE GLOBAL MARKETPLACE,1E,9780132354974 by ABLIN,JACK;MCGEE,SUZANNE, published by Pearson Education, Inc, Publishing as FT Press, Copyright © 2009.
All rights reserved. No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage retrieval system, without permission from Pearson Education, Inc.
CHINESE SIMPLIFIED language edition published by PEARSON EDUCATION ASIA LTD., and TSINGHUA UNIVERSITY PRESS Copyright © 2012.
北京市版权局著作权合同登记号 图字：01-2010-0277

本书封面贴有清华大学出版社与 Pearson Education(培生教育出版集团)激光防伪标签,无标签者不得销售。
版权所有,侵权必究。侵权举报电话：010-62782989 13701121933

图书在版编目（CIP）数据

要赢，就要参透行情：在动荡不定的全球资本市场中控制风险、扩大收益的方法/（美）阿布林（Ablin，J.），（美）麦基（McGee，S.）著；彭玉镏译. —北京：清华大学出版社，2012.1
ISBN 978-7-302-27286-1
Ⅰ. ①要… Ⅱ. ①阿… ②麦… ③彭… Ⅲ. ①投资理论 Ⅳ. ①F830.59
中国版本图书馆 CIP 数据核字（2011）第 233164 号

责任编辑：金书羽
封面设计：刘 超
版式设计：文森时代
责任校对：王 云
责任印制：杨 艳
出版发行：清华大学出版社
地 址：北京清华大学学研大厦 A 座
http://www.tup.com.cn
邮 编：100084
社 总 机：010-62770175
邮 购：010-62786544
投稿与读者服务：010-62776969，c-service@tup.tsinghua.edu.cn
质 量 反 馈：010-62772015，zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn
印 刷 者：清华大学印刷厂
装 订 者：三河市新茂装订有限公司
经 销：全国新华书店
开 本：170×230 印 张：18.25 字 数：154 千字
版 次：2012 年 1 月第 1 版 印 次：2012 年 1 月第 1 次印刷
印 数：1～5000
定 价：38.00 元

产品编号：035174-01

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

致谢 / III

推荐序 / V

第 1 章　投资者的惊魂之年 / 1

第 2 章　全球化的投资世界 / 15

第 3 章　战胜市场 / 37

第 4 章　战胜自己 / 57

第 5 章　指标识别 / 79

第 6 章　投资决策的五个要素：用数据说话 / 111

第 7 章　要素之一：态势——与趋势为友 / 133

第 8 章　要素之二：经济形势——良好还是不利 / 155

第 9 章　要素之三：流动性——追随资金的流向 / 179

第 10 章　要素之四：投资心理——贪婪 vs 恐惧 / 207

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要赢，就要参透行情。

第 11 章　要素之五：基本面定价 / 231

第 12 章　整合五个要素 / 257

译后记 / 277

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章　投资者的惊魂之年

数十年后，在我早已退出金融投资领域的某一天，如果我尚在人世的话，可能会有年轻的投资经理满怀敬畏地问我：在 2008 年的资本市场大崩盘中，作为一名专业投资者，你当时感觉如何？

我现在就可以给出答案：那简直就是个噩梦，是对任何投资者与投资策略的终极挑战，其中当然也包括我自己！2007 年，当麻烦到来的第一个信号刚刚显现之时——以贝尔斯登（Bear Stearns）的破产和被 JP 摩根（J.P. Morgan）并购为标志，大多数人都已推算出又一个经济和商业周期的低谷已经到来。

不过在 2008 年的年初之际，我们都以为这只是长期发展道路上的又一次暂时性的回落而已。曾经经历过 1987 年的股灾、20 世纪 90 年代早期的衰退以及互联网泡沫等多次股市下滑的我，曾以为自己早已了解股市动荡的所有一切了。然而，就在 2008 年下半年的这短短数月间，所有的现存规则通通都被重写，都得扔到垃圾堆里去！

所有曾经行之有效的投资策略在这期间均告失效。进行分散化投资？省省吧，当某一市场暴跌，其他市场也争相下跌之时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正常的逻辑思维早已失效！即便是曾被当作“最坚挺资产”的黄金，在被世界末日即将到来的念头驱使着的众多投资者的蜂拥抛售之下，其表现也不再如预想中的那么乐观了。在这样一个股市狂跌、信贷市场几近冻结且高度非理性的时刻，连黄金的价格都跌去了 30%。

在下跌时买入以待复苏的方法也不再有效了。将下跌视为经过伪装的买进机会的信念于一夜之间在理性投资者的心中消失得一干二净：执行买入并持有策略等来的不再是复苏，而只能是日渐扩大的损失！毫无疑问，发生在 2008 年的事情让我们不禁质疑起每一条传统投资智慧的正确性。

当再次回顾之时，我想我们都会把 2008 年视作一个拐点。在那之后，很多专业投资者的投资计划都要重新规划，无论是出于主动选择还是被动无奈。正确的投资决策不仅要识别并抓住投资机会以实现收益的最大化，还要识别并规避掉那些可能给投资组合带来灾难性损失的风险。在 2008 年之后，这已经成了一个被普遍接受的理念了。以后，和其他所有投资者一样，我们将处在一个新的投资环境之下。那可是一个顶头风多过顺风的环境！

然而，在经历了最近所发生的这一切之后，我们也不该对投资于证券市场的决定产生怀疑，而是应该把它当成一堂课，从中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认识到投资并非一件容易之事。投资需要辛勤努力，需要确保稳健，需要保持客观！

数十年后，若有人问起："你是如何挺过 2008 年的股灾及其余波的？" 我的回答将非常简单："依靠我自己的投资方法论。" 事实上，在 2008 年即将结束之时，我感觉自己非常的幸运。这听起来可能有些古怪，因为和几乎所有进行分散化投资的基金经理一样[①]，在 2008 年间，我们哈里斯私人银行（Harris Private Bank）替客户持有的投资组合也发生了巨额亏损。但是，我们的亏损金额比绝大多数投资于股票市场的共同基金都要小很多。

不幸的是，2008 年是让我们束手无策的一年，是自 1931 年[②]以来最为艰难的一年。在这一年里，我们的股票型资产组合虽然跑赢了标准普尔 500 指数（S&P 500），却并不怎么令人欣慰，因为 2008 年标准普尔 500 指数整整下跌了 38.5%！

在为我们的投资者造成了如此巨大的亏损之时，似乎很难找到一个理由来自我安慰。不过，跑过大盘这一事实还是提供了希望的微光，证明我们还是成功地解读出了市场发出的危险信号，并随之采取了正确的行动。尽管我们也没料到这一次的股市下跌

① 在 2008 年，资产规模在 5 000 万美元以上，且已运作了 3 年以上的 1 700 只投资基金中，唯有一只实现了盈利，而且还是在该年度的最后一个交易日实现的。
② 1929—1933 年间美国股市大萧条，是有史以来最为严重的股灾，导致美国乃至全球经济衰退。1931 年是大萧条期间美国证券市场形势最为严重的一年。——译注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竟如此严重！

这便是专业投资基金经理的世界。哪怕面对萧条的市场环境，我们也能在自己的投资方针的指引之下有效地航行。尽管《华尔街日报》(Wall Street Journal)在2008年1月份发布的问卷调查表明，三分之二的美籍经济学家都相信美国在2008年能逃过衰退，华尔街的分析师们也普遍预期2008年的公司盈利水平将增长16%，然而通过对市场深入而细致的分析，我所得出的结论却与主流观点正好相反：美国经济正在走向衰退！相对于上年同期水平，2008年1月份私人在房地产上的投资规模下降了30%。而这只是众多的衰退信号之一。我认为，即使是在最乐观的估计之下，在2008年，标准普尔500成分公司的年度平均利润水平也得比上年同期下降5%(正当2009年年初我写下此行文字之时，业已公布的2008年年报显示实际利润水平相对于2007年下降了20%)。

这一经历带给我的启示是：如果能对市场释放出来的信号更有效地做出反应，我们的表现就将更为出众。在2008年，得益于对这些信号做出了正确的反应，我们损失减少了很多。正如俗语所言：鱼与熊掌不可兼得。但是如果给出两个选择：要么损失将近40%，要么获得一个能免于损失的回报水平，我很清楚我会选

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哪个。而且，对于我那历时数十年逐步完善而成并沿用至今的基于数据的投资策略，我已经越来越有信心了，甚至还把它当成是在当前这个危机丛生的投资环境下指导投资决策的最佳方法！

我知道这一断言看上去确实有些冒失，尤其是在当前这个混乱的市场环境下，当我的投资损失依然历历在目之时！但到目前为止，对于能立于三万英尺的高度俯览全局的投资者而言，21 世纪的资本市场应该还是可以来去自如、畅行无阻的。在过去的数年间，当市场高度波动时，那些坚持自下而上（bottom-up view）进行分析的投资者则只能手足无措，与其他投资者一样陷于左右为难的境地。

据投资软件供应商“皮查克金融方案”（PerTrac Financial Solutions）提供的数据，截至 2007 年，市场上共有 15 000 只仅仅由一个基金经理进行管理的对冲基金（single-manager hedge funds）和 7 400 只专门投资于对冲基金的基金[①]。它们全都在闹哄哄地找寻着诸如石油股或新兴的生物化学企业这样的最佳投资对象。

如此众多的对冲基金，再加上数量巨大的共同基金，又处在一个通信技术已使得信息可在数秒之内传遍全球的市场之中，毫

[①] 这类基金将资金投资于一组对冲基金，以降低波动率和风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无疑问，这可是一个高度竞争的市场环境！

在这样的竞争环境下，我们每天都在与超乎寻常的波动率做着殊死搏斗，而这多少也会让我们忽略掉一个事实：在过去的 10 年里大多数股指都经历了难以持续的疯涨。若有人按照标准普尔 500 指数来构建投资组合，在 1998 年 1 月 1 日投资 10 000 美元，并且将所有收益进行再投资的话，截至 2000 年 8 月，这一投资组合的价值将增长到 12 601 美元；截至 2002 年 9 月，其价值则将跌回到 6 967 美元；到 2007 年 10 月，又会涨回到 14 509 美元。而在 2009 年年初，于本书写作之时，这 10 000 美元的投资又只剩 8 699 美元了，在此期间的年回报率为-1.38%。

在如此动荡不定的市场上，如何找到一种成本合理的有效投资方法显得尤为关键。相对于股票指数的收益率和风险水平，这种投资方法要能带来超额收益，并且不会增加风险。当然，正如大家经常说的，想打败市场是很危险的。除非你能遵照我的建议，参透市场，并且将你所知道的一切均用于指导投资决策。

不要总是去寻找你心中的好股票，不要老想着追逐当前的投资热点，也别理会那些要求你买入之后就一直持有不动而不对资产组合进行策略性调整的说教！只有当你对所有可行的投资方案都进行了分析，对它们各自的风险与回报状况都了然于胸时，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

才能做出理性的决策，才能构建出正确的投资组合！在2008年之后的投资环境中，更应该如此。

除此之外，你还需要时刻准备对市场信号做出反应，当某一类资产的潜在风险和收益稍有变化之时，你便要调整你的投资组合。唯有这样，你才能获得超额收益。我相信：正是这一获取超额收益的能力，将使你超越其他的投资者；正是这一获取超额收益的能力，使作为市场标杆的投资者的投资收益远远高于那些失败者！

在过去的20年间，我一直在发展和改进这一方法，一种基于量化模型的全球宏观投资策略（换言之，就是通过数据分析来从遍布全球的金融资产中找到合适的投资对象）。如今，正如其他的最佳投资策略一样，我所采用的投资策略也已变得十分的简便易行。在读过本书，看过我的详细讲解之后，每一位本书的读者都可能将这一方法用于其自己的投资活动。这也正是我会选在此时撰写本书的原因所在。

尽管你可用于投资的资金可能只有数万美元，而非数千万美元，但在网络通信蓬勃发展、低成本投资工具随处可得的今天，任何一个投资者都可以采用专业投资经理的投资方法进行投资，都可以做到我在我那位于芝加哥的办公室里所做的一切！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我认为，无论是像我这样替客户进行投资，还是像你那样为自己而投资，选择投资于哪个市场，都是最为重要的投资决策。大量的研究表明，对投资市场的选择——无论你投资的是股票市场、债券市场、房地产市场还是商品市场——能解释你大部分的最终收益水平。

因此，将资产投资于哪个市场的决策，无论对于长期投资还是短期投资，都是一个需要在构建资产组合时优先作答的问题。一旦这一决策做出以后，接下来要考虑的便是投资的金额了。有许多投资途径都能帮你实现在某一市场的投资，例如置换交易基金、共同基金、单一的股票等。而选取资产组合的秘诀便在于既要具有合理的结构，又要便于进行调整。本书所教给你的全球宏观投资策略将帮你实现这一点。

它用起来很是方便，就跟你开车时一边盯着仪表盘，一边透过窗外的观后镜查看你汽车的后方一样简单。如果你能在洲际公路上驱车行驶时，一边控制车速，一边根据周围的交通状况和燃油指示器上的数值对与你并行的货车加以闪躲，那么你也一样可以采用我即将教给你的一系列的定量工具对各种因素进行有效的分析，一样可以在金融市场上来去自如！

我们生活在一个充满挑战的时代，这一点比 2007 年我刚开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

撰写此书时还要激烈。日渐上涨的能源价格已经让航空业、汽车产业和化工巨头们（如杜邦）够焦头烂额的了。（诚然，在我写到这里时，原油价格已经从 2008 年 6 月每桶 148 美元的最高点下降了很多，但仍远高于 2000 年时的每桶 28 美元。）政府管制又给各家公司增加了不小的成本。仅仅是用以控制曾经让安然和世通公司陷于破产的公司不法行为的《萨班斯－奥克斯利法案》这一项，每年就会为需要遵循它的公司的员工和股东增加平均达 200 万美元的成本。至于对冲基金，尽管它们已经减少了在股票市场上的投资头寸，降低了其资产负债表中的杠杆比率，但依然很可能会和其他金融机构一起成为下一个监管目标。（我并没有说监管不好，但无论“好的”监管，还是“坏的”监管，都是需要成本来执行的。而这一成本将侵蚀掉公司的大量利润，并最终降低其投资回报。）

除了上面提到的这些之外，政治因素也是很重要的考量。尽管在柏林墙被推倒和苏联解体之后，“和平红利”的说法曾风行一时，但近些年来，地缘冲突似乎又有愈演愈烈之势。在 9·11 恐怖袭击之后，美国政府及其盟友在反恐上投入了大量的资金，伊拉克战争和阿富汗战争所花费的军费每月就高达数十亿美元。保卫国家是理所当然的，但同时也要注意到这些地缘冲突在花掉我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们大量金钱的同时，也加剧了金融市场的动荡！

在这里，我并不是想为那些白宫大佬们献计献策，他们已经让这个市场变得够复杂的了，并且在将来可能还会让市场变得越发复杂。我的职责只是在这样一个复杂的金融市场中制定出合适的策略，以获取较高的投资回报率。就像玩扑克牌一样（至少是不作弊、诚实地玩牌），投资者对他们将要面临的局面是无法控制的。我们所能做的，最多也就是根据所能获取的信息见机行事而已。在牌局中，高水平的玩家很有可能凭一手很一般的牌，打败对手的三个王；同样，在投资中，即使是在最低迷的投资环境下，如果策略得当，你获取额外收益的几率依然会高出其他投资者很多。

无论对于个体投资者还是专业投资者，可供选择的投资方法其实都有很多。而无论你现在采用的是哪种方法，我在此书中介绍的投资方法对你都颇有帮助。如果你已在投资界混迹多年，那么你不妨试着将我的这套方法融入到你的投资决策中去；若你还是新兵一个，本书的内容将帮你形成自己的投资风格。当然，你可别期望我能让你一夜暴富。事实上，我希望你选择本书的原因之一，便是和我一样，不相信天上真的会掉馅饼，不相信在投资世界里真有不劳而获的可能！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要想在一个较长的时期内（不仅仅是在某一时刻）持续地击败市场，你就需要学会参透市场，需要敏锐地判断出每个时点的风险与回报状况。我将教给你一系列的指标，这些指标将帮你实现这一点。有些指标可能大家早已耳熟能详，如市盈率，多年前它就已经是个经典的估值工具了。另一些指标则是新鲜面孔，如可用于监控任何市场的 200 日移动均线，它能帮你做出进入还是退出、获取利润还是规避风险的决策。

这些指标合起来，将构成一组十分有用的投资决策分析工具。你可以根据你自己的投资目标、流动性需要和风险偏好而按需取用，无论你的投资风格是激进的还是保守的，它们对你都一样的适用。

在我作为首席投资官供职于哈里斯私人银行的这些年里，我和我的团队每天都在使用本书中所介绍的模型和工具进行投资分析。我们关注着每一个我在书中提醒你注意的数据，把它们置于我们的投资分析仪表盘中，并根据它们所发出的信号而调整我们的方向和速度。

独自开车，与开着一辆装满了对速度有不同喜好的乘客的车子是完全两码事。在哈里斯私人银行，我就开着这么一辆装满了乘客的车子。车上的乘客千差万别，各有各的需求和目标。哈里

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯银行作为哈里斯北美集团的成员，有着数千位客户，他们均来自不同的地域与家庭，有着各种各样的目标。

而我对我的投资仪表盘所发出的信号及时做出反应的能力多少会显得有些激进。对于我的客户中能明确了解其投资需求的那些人来说，这是完全可以接受的。但对于另一些客户，则会显得太过冒险。因而，专业投资经理在为客户制定投资组合时，一定要了解他们各自的风险偏好。因为，我们仅仅只是“受托投资人”。

这也是为何我们会给每个客户配备他们自己的资产组合经理，专门提供与他们的特定投资需求相匹配的定制化投资策略的原因所在。因而我在提到“我的客户”和“哈里斯的客户”时，我只是在统称他们，并不意味着他们互无区别。

在哈里斯的内部投资决策流程中，对于我们的资产组合经理来说，我和我的团队是最为关键的内部支持。这些人个个都有着不凡的经历，但都需要从我的团队这里获取信息，而后根据这些信息和其客户的偏好与需求，为客户量身定制出各种各样的资产组合。当新兴市场的股票正在高速上涨时将在该类市场上的投资比重加大三倍，这当然会带来不小的收获，但这一结论并非对每个人都适用。

在对自己的目标、需求和风险偏好都有了充分的了解之后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你便可以运用我马上要教给你的这些分析工具了。根据这些分析工具所给出的信号，你可以像凶猛的套利基金经理那般的激进，在做空某些市场的同时买入另一些证券的看涨期权；你也可以持有最为保守的投资组合，根据信号所给出的时机而决定将另一个2%的现金头寸重新投入到股市中去。无论你怎么用这些信息，它们都将大大地增强你对自己的投资决策的信心。

或许再过 10 年甚至更长的时间，我们也不会再碰到像 2008 年那样高度波动且损失巨大的年度了。但在投资的世界里，我们还是需要对投资环境时刻保持着警惕。只有这样，我们才能及时而准确地对市场信号做出反应，才能把每一分投资收益都纳入囊中。在本书的后续部分，我将教你如何做到这一点，以及如何避过那些会吞噬掉你所有收益而让你白忙一场的陷阱！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章　全球化的投资世界

差不多每隔四个月，我就会收到一份邀请函，然后飞赴一个又一个气候宜人、阳光充足的目的地，参加在那里举行的国内投资界盛会——“金钱盛典”（Money Fair），并发表主题演讲。

这些演讲差不多都是照着一个模式来的。面对满屋子求知若渴的投资者，我会讲一下自己对当前经济趋势的看法。不过我的演讲主题每年都会有所变化，如在 2008 年，我的演讲就主要是围绕着房地产市场危机和信贷业的崩盘而展开的。每次演讲时都会有人问我，投资的诀窍是什么？他们想知道如何一眼就能分辨出投资产品的优劣，也就是说，他们还在找寻那传说中的属于投资界的“圣杯”。

对于听众的这些想法，我是能够感同身受的。他们在很努力地学习着投资的方方面面，以更好地经营自己的投资组合。他们慕名参加这些个为期四天的研讨会，在研讨会上参加各式各样的经验推介会和座谈会。这些推介会和座谈会的难易程度从通俗易懂到晦涩高深，一应俱全。如会上就有人专门讲，当若干个投资机会摆在眼前时，是该选择“经由中国台湾投资中国大陆”，还是“到环太平洋地区去做锌矿买卖”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前不久在奥兰多也举办了一场类似的研讨会。该研讨会包含320场经验推介会和20场座谈会，还专设了一个展示大厅。展厅中共有展示人员250余名，展示的内容也覆盖了投资者所关心的各个方面，令人眼花缭乱。

这样的展厅也给了我一个机会，可以从中亲自体验一下普通投资者所处的投资环境。“您不妨关注一下这只共同基金”，会有公司这样向我推介。还有的公司让我把名片放到一边的抽奖箱里去，这样便有机会免费获赠一本新近出版的叫做《富人之路九十天》的书，要么就是最新上市的投资软件。

在偌大的展厅中，投资者就这样被形形色色的新产品轮番轰炸着。对Web 2.0感兴趣对吧？立马就会有人跳出来，告诉你怎样在这个板块挑选股票。刚参加完一个座谈会，座谈会上的专家说如今的商品市场正处牛市，且牛市还会持续下去，立马就会有人在座谈会的出口支起广告摊位，主打产品《商品市场投资指南》：只需125美元，就可以得到一年的投资指导，包你赚个盆满钵满。

总的来说，某一投资主题越是流行，或者某一市场的市值飙升得越快，投资银行就会花费越多的成本来推广与之相关的投资产品。这也就解释了为何在近期的“金钱盛典”中，加拿大能源信托以及与黄金相关的投资工具为何成了被竞相追捧的热点。同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样地，在 2007—2008 年的次贷危机来临之前，房地产投资信托（Real Estate Investment Trusts，REITs）也是颇为抢手的投资对象。

其实这样的现象可以追溯到很久很久以前。自从人们开始懂得，可以利用他们勤苦劳作得来的资本进行投资时起，在过去差不多四个世纪的时间里，无论投资的项目是香料贸易还是新型风车的开发，总会有人乐意去为他提供指导，帮助其在不熟悉的领域进行投资。

随着时代的发展，投资产品逐渐开始向大众开放。尤其是在最近的二三十年间，一般投资者所能接触到的资产种类的数量呈井喷之势增长。此外，养老金政策在经历了由“收益确定”（defined benefit）到“缴费确定”（defined contribution）的变革之后，养老金投资也不再由公司全权负责，而是由员工自行制定投资计划了。这样一来，只要你是 401（k）计划的参与者，不管你对投资感不感兴趣，都必须要学投资、懂投资，否则一旦在养老金的投资上出了问题，这后果可实在让人承受不起。

这样的一场变革还刚好赶上了经济全球化以及信息科技革命的浪潮，而在这两大浪潮的推动下，新的金融工具层出不穷地涌现出来，资产组合也越来越容易构建和掌控了。如今，只要是你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能想得到的投资领域[①]，不出意外的话，就会有相应的投资产品与之对应。

此外，新的投资产品的出现，尤其是交易型开放式指数基金（Exchange-Traded Funds，ETF）的诞生，使得那些对小型投资者来说一度是高不可攀的投资机会，也日渐变得唾手可得了。在10年前，若想投资海外市场的股票型基金，所需的资本至少要有上万美元，此外还要支付高昂的管理费用和交易成本。而如今，一切都变得简单多了：只需1 000美元，就可以购买某一新兴市场中的交易型开放式指数基金（ETF），为自己在那看似丰厚的市场回报中分一杯羹。

当然了，与投资机会相伴而来的，是被同步放大了的风险。只是这样的高风险，在便利的投资机会的光环之下，显得没那么醒目而已。对风险的漠视是极其危险的。在1994年，刚起步不久的拉丁美洲市场出现崩盘，投资者损失惨重；之后在1997和1998年，投资者们又在亚洲重蹈覆辙。像韩国、泰国这样的亚洲新兴市场，曾为投资者带来过丰厚的收益。但同样是这些市场，其市值在金融危机中连跌12个月，跌幅达到了40%，一直到1998年7月才止住跌势。最新的教训来自中国股市，中国股市的骤跌也给投资者们造成了巨大的损失。

---

① 你想到了什么？是门第内阁罗的房地产？是零碎废金属回收？还是破产公司重组？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么，屡遭打击的投资者到底该如何是好呢？这就像是走进了全世界最大的一家超市去购物，却完全不知道自己该买的到底是什么。在金融超市中，可供选择的投资产品有数千种之多。它们来自于十几个不同的国家，隶属于若干不同的类别。投资专家会反复地建议你“购买自己熟悉的产品”，并一再强调，投资前的调查研究会对你大有帮助。

有的观点认为，只要用上一些有效的分析工具，便可高枕无忧了。这样的想法当然是非常诱人的，也大大简化了投资的程序，但却并不适用于一般的散户投资者。这些投资者聚集在“金钱盛典”上以求对选股工具能有更多的了解，但他们甚至对“市盈率”（price-earning ratio）这样的基本分析指标都不怎么熟悉。

而在另一端，又有成千上万的商学院毕业生们来到纽约、波士顿、旧金山或是芝加哥的街头，带着他们最新款的惠普 12-C 金融计算器，只需一个按键便可计算出公司的内含报酬率，有着无可比拟的专业优势。这些初出茅庐的金融分析师们可能是富达投资（Fidelity Investments）的雇员，也可能受雇于某一家新开设的对冲基金。他们在雇主的吩咐下，找寻自己所负责的行业中的最佳投资机会。由此可见，高质量的调研工作确实是至关重要的，尤其是当你还要根据这些信息，来选取将要投资的股票之时。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在投资者看来，最理想的投资对象莫过于那些突破了科学难关，成功研制出了抗癌药品的制药公司；或是那些新产品特别受消费者青睐，并将竞争对手远远甩在了身后的前途光明的科技公司。可有意思的是，当经验丰富的股场老手和涉“市”未深的散户们都还在苦苦搜寻这样的投资机会之时，一个新的投资理论已经形成了。波顿·麦基尔（Burton Malkiel）教授开创性地提出了“有效市场假说”，而关于该假说的概述，可参见他的著作《漫步华尔街：成功投资策略》[①]。

“有效市场假说”的核心在于，在任何一个给定的时点上，市场中的股票和债券的价格均反映了市场上的所有信息。信息是无法被预测的，因此你无法准确描述某一给定的股票、债券、货币或是商品的价格会如何对某项经济数据的变化或是某个政治事件的发生做出反应。

很多专业的资金经理人都非常强调基本面分析和技术分析。他们总是试图通过对历史价格的波动模式的观察来占得投资先机。而“有效市场假说”却从这些传统的分析思路中跳了出来，认为投资者若想打赢这场投资战，就必须将他们所有的资本都投入到一篮子能准确反映市场行情的证券[②]之中，然后对这样的一个

① 波顿·麦基尔. 漫步华尔街：成功投资策略. 纽约：W.W.Norton&Company，1973. 该书最初出版于1973年，并一度成为畅销书，直到今天仍在印刷。
② 即指数基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券组合进行长期持有。

麦基尔教授举了一个很有意思的例子。在近期的后续研究中，他发现在 10 年或是更长的时间里，收益率低于市场平均水平，或是低于与某一指数绑定的消极管理型基金的积极管理型基金[①]的数量，竟然占到了该类基金的八成。同样的情况在国际投资领域也时有发生。尽管经常会有资金经理人宣称，由于市场是无效的，所以选股的决策至关重要。

来自标准普尔的分析师对市场在 2002—2006 年间的投资收益率进行过研究。研究结果表明，只有 13.2%的大型基金经理的业绩能够连续五年每年都排在同类基金的前 50%，这也就说明了基金的收益状况是多么的不稳定。此外，投资收益在 1997—2001 年间排在前 25%的大型基金中，只有 17.3%能够将这样的优势保持到下一个五年。这些数据也为麦基尔教授的结论提供了新的证据。在他看来，那些低成本的指数型基金要比积极管理型的投资产品更让人放心。

然而，麦基尔的假说却不能解释人类行为的反复无常。虽然从长期来看人都是理性的。但在短期，正如耶鲁大学的学者罗伯特·席勒（Robert Schiller）讲到的那样，恐惧、贪婪，以及一些其他情绪，都会在投资市场上掀起风波。

[①] 即基金经理人根据自己的分析结果，亲自为基金挑选股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理性的投资决策最终也会衍生出无序和狂乱。在这一点上，一个反复被提及的例子便是整个荷兰在 17 世纪对郁金香球茎的疯狂追捧。当卡洛斯·克鲁西（Carolus Clusius）在 1593 年带着他那丰富的植物收藏从土耳其赶往荷兰莱顿大学出任植物学教授时，他怎么也不会想到，接下来发生的一切会是那么的疯狂。自那之后，郁金香很快便成了荷兰富有人家花园中的必备品种。又是几十年过去了，一种病毒导致花的基因发生了突变，突变之后的花朵上会出现呈对比色的条纹。

这个新品种的郁金香很快便风靡了整个荷兰，郁金香球茎因此而变得极为抢手，其价格也是一路水涨船高。与此同时，一条围绕着郁金香的产业链也建立起来了。甚至还会有专门的投资专家来预测，什么样的颜色组合会成为下一季的流行色，并劝人们大量囤积。投机者都纷纷在郁金香球茎期权上进行投资。在 1637 年 1 月这一个月内，郁金香球茎的价格竟然涨了 20 倍！失去理智的投资者甚至愿意用房产和珠宝来换取那些最为稀有的郁金香球茎。不到两个月，球茎的价格便又跌了回去，整个荷兰的经济也因此而濒临崩溃。

麦基尔的理论忽视了人性中的一个非常重要的因素，那就是：大多数的投资者其实是无法抵挡当下表现最好的投资品的诱惑的[①]。

① 也正是出于这一点的考虑，监管者会要求共同基金公司在为他们的投资产品做广告时，必须注明：过去的业绩并不能确保未来的成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资产品的收益率越高，“投资需谨慎”这句忠告就会被遗忘得越彻底。最终，投资者难免会被金钱冲昏头脑，连合理的投资机会与金字塔式的圈钱把戏，都傻傻分不清楚。

可讽刺的是，并不需要多么繁复的分析推演就可以证明，投资产品一时的高收益是很难长期维持下去的。在哈里斯私人银行，我的团队对大盘股、长期国债、企业债券以及中型票据和国债在 1926—2004 年间的表现进行过一个全面的分析。我们发现在这期间市场的年平均收益率为 10.3%，标准差为 20.3%[①]。研究者只要知道证券的年平均收益率和标准差，就可以通过简单的加减计算，大略地估计出收益率的波动范围。在上述的研究中，市场收益率波动的上限为年均收益率 10.3%加上标准差 20.3%，结果是 30.6%；而下限则为年均收益率 10.3%减去标准差 20.3%，结果为-10%。这些数据表明，当投资者投资于市场组合时，其可能获得的最高收益率为 30.6%，可能面对的最严重的损失为 10%。

和其他的分析师一起，我们还对每年收益率最高的投资组合在其鼎盛期过后的第二年的表现进行了研究。我们发现，这些投资组合在第二年的年均收益率只有 10.6%，仅比 10.3%的市场平均水平高出一点点，而标准差却高达 21.6%。也就是说，投资者若

① 标准差为度量收益率波动程度的一个指标，投资者可以通过标准差的大小来判断证券的风险水平，标准差越大，风险也就越高，投资出现损失的可能性也越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只是根据各投资组合在前一年的表现来确定本年度的投资对象的话，他其实是在将自己置于更大的风险之中[①]。

那么，投资者该如何配置自己的投资组合呢？在我看来，最佳的选择是均衡型的投资组合。该组合应该由60%的大盘股、30%的小盘股、5%的长期企业债券以及 5%的国债组成。投资者每年都可以对组合中的产品进行适当的调整，以维持上述的比例保持不变。均衡投资组合的年均收益率能达到 11%，其标准差也低于所谓的“冠军组合”。

过往的经验一直在提醒着我们，正是人性从中作梗，才使得风险分散程度高、能获取长期高收益的投资组合的构建变得异常的艰难。

在网络浪潮风头正劲之时，我正在佛罗里达的庞特维德拉（Ponte Vedra）海滩经营着一家资产管理公司，为我的客户和他们的家庭管理着市值逾 300 万美元的投资组合。那段时间的经历非常令人沮丧。我所制定的投资策略大都是面向长期的，可当我约见客户时，甚至是在晚宴上，最经常被问及的却是对新近的网络革命的看法，或是如何才能在这一新兴产业中觅得投资的良机。

在那段时间里，最痛苦的经历莫过于与潜在客户的会面了。

---

① 损失可能达到 11%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些人在他们自己从事的领域中都非常出类拔萃。他们凭着过人的天赋积累下了百万家产，而如今却想将这些财富委托给别人来打理。但问题是，他们真的需要我的专业意见吗？

即便是当我向他们展示自己的专业证书，介绍自己的专长以及可以提供的服务时，我也很清楚：在过去的一年或两年里，他们中的很多人，由于误打误撞地碰上了一两只像维力塔斯（Veritas）或广大通讯（Broadcom）这样的科技股所获得的投资收益，远比我费尽心思设计出的投资组合的收益来得更高。于是他们难免就会嘀咕了，既然自己完全能比专业人士做得好，那还有花钱雇他的必要吗？

可问题在于，若是个体投资者认为只需将一些个股捆绑在一起，便能创造出所向披靡的"黄金组合"的话，那就是在自寻死路了。在那之后又过了两年，网络泡沫破裂了，投资市场上一片狼藉。我们这些注重过程、不轻易盲从的投资专家的价值在这时总算显现出来，而那些将赌注全压在宠物之家（Pets.com）上的投机者却只能追悔不已了。那些留在投资者手中的投资组合，有很多已是翻身无望了。很多赋闲在家的退休者为了补给家用，也不得不重返工作岗位。由此可见，投资组合的构建绝非易事。若想获得成功，就必须对大量的数据进行分析，在繁多的投资产品中仔细挑选。此外还需谨记的是：市场可以疯狂，但人一定要清醒！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么，为个股估值究竟有多难呢？也许会有专业投资者说，这其实很简单，只要研究下公司的年报和财务报表，关注下其中的价格比率和财务比率就可以了。但在我看来，很多对股票价格起决定性作用的因素，其实是不会在上述材料中出现的。也正因为如此，大多数投资者还是得靠专业投资分析师的帮助来对股票的价值进行评估。

时间退回到 1997 年。快餐连锁运营商崔康国际（Tricon）在这一年脱离了百事集团，成为了一家独立上市的公司。崔康国际（Tricon）的连锁店遍布全国，那一张张美味的香肠披萨和一袋袋松脆多汁的鸡肉制品为其带来了滚滚财源。在即将到来的首次公开发行（IPO）中，我也在跃跃欲试，想看看能否抢到一些股份。如果只有一件事情是我能绝对肯定的，那就是美国消费者对高热量美食的热爱了。此外，再加上有肯德基、必胜客、塔可钟这些品牌做基础，百胜集团[①]的发展前景可谓是前程似锦。

当然了，我也仔细研究了该公司的公告和其他的公开资料，试图从中找到与之相关的负面消息。可直到 2000 年 7 月，通过媒体的报道我才知道，在塔可钟旗下的一种玉米片中含有某种不可食用的转基因玉米的成分。而尽管这种玉米片不是由百胜公司生

[①] 崔康国际（Tricon）2002 年更名为百胜集团。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产的，塔可钟的门店也不负责对其进行销售[①]，可在品牌联想的作用下，百胜公司的股票还是在三个星期内骤跌了24%。而这样的暴跌，也刚好抵消掉了我在投资该股票的三年中所赚得的全部收益。

每当投资者买进一只个股，就相当于为自己开启了一段颠簸起伏的旅程。相较之下，麦基尔的投资方法就显得合理得多，可尽管如此，他的方法也需要其他分析工具的补充。因为无论是在绝对还是相对的意义上，整个市场或某类资产的价格经常会被整体高估或低估；而其对应的收益率在任何给定的年份之中均有着极大的波动。

正如我们在 2004—2007 年间所看到的那样，当股票市场还在为个位数的收益率而苦苦挣扎之时，商品型基金的形势却是一片大好。在这样的投资环境中，只是让投资者去接受市场的随机游走，或是在个股的估值上费尽心思，并不能让他们满意。这时真正需要的，是一种视野更为开阔的投资方法，来对那些代表了成百上千只股票、债券或是其他证券的市场指数进行估值。这样一个“宏观”层面上的投资方法是非常受那些想获取额外收益的投资者的欢迎的，而且它本身也能经得起现实数据的检验。

那么，对于投资者来说，宏观投资法的秘诀究竟是什么呢？具体来说，宏观投资法的核心观点便是将市场作为一个整体来评

① 只是在商店有售。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估，而不是把精力花费在对个股的分析之上。尽管在投资决策中需要投资者定夺的事情正变得越来越多，但投资者的精力却是非常有限的。投资者或是无意，或是有心都要按照图 2-1 所示的顺序，做出一系列的投资决策。这样的决策过程，我把它称之为决策矩阵，或是决策树。

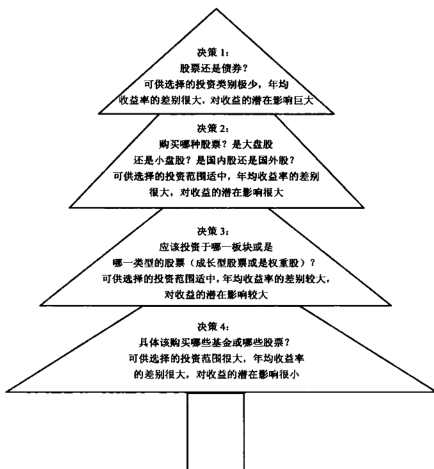


图 2-1 决策树

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者在决策矩阵中所做的每一个决定都会对投资收益产生一定的影响。不过所决定的事项越是具体，对收益的影响也就越小。

假定你正在为该追加 10%的投资到小盘股还是大盘股中而犹豫不决。由于标准普尔 500 指数（大盘股指数）与罗素 2000 指数（小盘股指数）的收益率差额一般在 10%左右，因此，这就给了你一个机会，将投资组合的年收益率提高一个百分点，如从之前的 8%提升到 9%。而在数年之后，由于复利的关系，这样一个百分点的差距就会导致投资收益的巨大差异。你可能因此而在五十几岁就能退休，然后搬到心仪的房子中去享受生活；或是到 70 岁了还得为生计奔波。

一般来说，投资者对宏观层面上的投资价值研究得越是透彻，就越能准确地判断出哪些时点是调整资产配置的最佳时机[①]。因此，在决策树的顶端做决定，不仅花费的时间更少，更能确保投资组合的高回报和低风险。想象一下吧：当你迷失在一个 3 英亩大的雷区中，迫切地想走回安全地带时，你是希望这里面埋了 3 颗地雷还是 300 颗呢？

在宏观层面上制定投资策略就意味着将一个行业、一个板块

[①] 有时候，两种指数所对应的收益差异会达到惊人的 30%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或是一类资产作为整体来进行考虑。以医疗器械领域为例，作为医疗服务业中一个极其重要但又非常不稳定的板块，该领域的竞争非常的激烈，简直把“成者为王”的古语演绎得淋漓尽致。

在生产心脏起搏器和冠状动脉支架的厂商中，美迪巧力（Medtronic）和圣朱医药（St. Jude Medical）是规模最大的两家。为了取得业界龙头老大的地位，二者之间经常是打得难分难解。投资分析师经常基于这两家企业在每一个季度的表现，勉为其难地对未来的胜负进行着预测。

这样的分析做起来非常复杂，但又非做不可。尽管在1997—2001年间，美迪巧力的股价的上涨幅度是圣朱医药的两倍，但在接下来的五年中，圣朱医药的业绩却比美迪巧力高出了400%！但问题是，只是因为这两家企业兵戎相见，就意味着投资者不能同时拥有这两家企业的股票吗？

事实上，在那10年的时间里，最简单也最安全的投资策略，便是同时持有这两家公司的股票。美迪巧力和圣朱医药的年均收益率分别为12.5%和16%，标准差分别为29.7%和36.9%，也就是说，投资者以承受1%的标准差（风险）为代价投资于美迪巧力和圣朱医药可获得的收益分别为0.42%和0.44%。而换一种思路，若投资者将同样多的资金同时投资于这两家企业的股票时，所获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得的年均收益率是 14.4%，而标准差只有 26.8%。

也就是说，投资者同时持有这两家企业的股票，比在它们中的任何一家身上押宝都安全得多。除此之外，投资者也不必再为二者之间那无休止的争战而头痛，因为谁胜谁负早已跟他们无关了。倘若把业界排名第三的波士顿科技（Boston Scientific）也考虑进来，投资者的风险收益组合将会得到进一步的改善。若将这三家企业的股票组成一个投资组合，且三者在组合中的权重相等，那么该组合的单位风险收益率将高达 0.54%。而这样的一个结果，远优于任何一个由其中的两只股票组成的投资组合。具体数据请参见表 2-1。

表 2-1 构建一个风险调整的医疗股投资组合

	年收益率	标准差	单位风险收益率
波士顿科技（Boston Scientific）	1.2%	8.2%	0.15%
美迪巧力（Medtronic）	12.5%	29.7%	0.42%
圣朱医药（St. Jude Medical）	16.0%	36.9%	0.44%
平均下注的投资组合	14.4%	26.8%	0.54%

注：以上为各企业在 1997 年 12 月—2007 年 12 月这 10 年间的表现。

数据来源：彭博公司

上面阐述的行业投资思路，在整棵决策树中都适用。此外，投资者在越靠近决策树顶端的位置做决策，其可以获得的可靠信息就越多，需要去做的决策就越少。这样一来，投资者制定出的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决策能够提升投资收益、降低投资风险的可能性也就越大。我把这一投资方法称为全球宏观投资法。

虽然这个名号乍听之下似乎来头十足，怕是只有那些拥有“湾流[①]4 型”私人飞机、在全球 37 个国家开有分部的超大型投资公司才能将其玩转，但事实上并非如此。全球宏观投资法强调的是将投资分析应用到每一个板块、每一个市场中去，将所有的市场放在一起进行考虑，没有必要为了区区几只个股而费尽心思。在这样一个决策框架下，投资者应该考虑的问题是该在国外股市与国内股市间进行取舍，还是该到满目疮痍的房地产市场去抄底?

对我来说，开创全球宏观投资法有两重目的。首先，全球宏观投资法大大地简化了投资决策过程。你不必再时刻追踪投资组合内或组合外的上百只个股的表现，再也无须一有个什么风吹草动便坐立不安。其次，它还使得投资决策过程中的不确定性大为降低。该方法将你的决策点推到了决策树的顶端，在将风险最小化的同时，也使资产组合的风险收益组合变得更为合理。

其实说到底，这套方法要解决的核心问题，其实还是如何对资产进行积极合理的配置，如何准确地在股票、债券、商品或是房地产市场中，寻找最为有利的投资时机。而成功的关键便在于

[①] 湾流（streamgulf）是世界知名的私人飞机品牌，许多世界知名企业的高管使用的私人商务飞机都是该品牌的。——译注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何设计出一个合理的投资决策程序，使得投资者能够在常规性的市场评估之中，识别出哪些板块估值过高、风险四伏，哪些板块估值过低、暗藏“财”机。

在一个足够长的投资期[①]内，这样一个程序将能为宏观投资法的践行者带来颇为丰厚的额外收益。和一般的投资者相比，他们不仅能够预测出收益率的波动范围，还能判断出在各类市场或资产中，哪些部分是最容易出纰漏的。在任意一个给定的时点上，表现最好的市场的收益率能比最差的市场高出 70%。因此，如果你在整类资产的层面上制定投资决策，那你就已经获得了使自己的投资组合优于市场平均水平的基础了。

一类资产的整体风险总是低于个股的风险，关于这一点，从雷曼兄弟的股东们的惨淡收场中就可以窥见一斑。这些股东如果能在危机来临之前将风险在整个板块或是整个门类的股票中进行分散投资的话，虽然不能确保他们在 2008 年秋天的金融危机中全身而退，但至少不至于落得如此狼狈。而且一类资产的收益的波动将比个股小得多，因此对于小型投资者来说，全球宏观投资法在简化投资决策过程的同时，也降低了投资组合的风险。在交易型开放式指数基金（ETF）的帮助下，有时只需五六种投资品，

[①] 1~3 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

便能打造出一个风险足够分散的投资组合。

对于投资者来说，在判断一类资产或一个行业是否遭到了高估或低估时，其关键就在于能否获得准确的数据，以及能否用正确的方法对这些数据进行处理。若想成为一名成功的投资者，就必须对市场动态进行准确的把握。而这样的一个认识，源于我和时任中情局局长的罗伯特·盖茨（Robert Gates）在1991年所进行的一次对话。那时我供职的雄鹰投资公司是波士顿银行的一个分支。很多国际知名的投资家都将他们的资产交给我们托管，其中就包括富达投资的元老级人物彼得·林奇（Peter Lynch）。现在想来，站在像林奇这样的投资界巨擘面前，向他汇报最新的市场动态以及投资组合的表现状况，确实有些令人生畏。

上面提到的那次醍醐灌顶的对话，发生在一家叫做“德雷珀实验室”（Draper Laboratories）的公司的会议室里。德雷珀实验室是一家由麻省理工学院和美国军方联合经营的公司，其行事风格非常的低调。当时该公司的部分资产由我来负责管理。在与来自该公司的客户见面之前，我的背景资料必须要接受全面的审查，而这样的安检规格，在9·11发生之前已经算是非常严格的了。

通过审查之后，我终于来到了他们的会议室。那是很朴素的一间屋子，里面的桌子是“福米卡”牌的，配有几把金属制的办

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公椅。站在一间如此“简陋”的会议室中，再想想之前所经历的繁复审查，顿时觉得那似乎有点小题大做了。

会议开始后，我自信满满地向在座的董事会成员讲述着自己的投资规划。那时的我对市场接下来的走势是相当乐观的：经济正从衰退逐渐走向复苏，而市场收益率曲线也表明了经济正处于加速增长之中。此外，当时的市盈率也有些偏低，这可是看多股市的一个非常重要的依据。而在信贷业，信贷息差[①]也正在逐步下降之中，这说明了贷款人对市场前景充满信心。

陈述结束后，我问在座的各位是否有问题要问。在一阵短暂的沉默之后，罗伯特·盖茨先生举手了。他的发言言简意赅又充满自信。他首先做了自我介绍，并承认自己对投资并不熟悉。但他想问的是，当我对市场进行分析时，是先有了市场即将转好的观点，并在这样的观点下去搜集数据的呢，还是从对数据的持续分析中察觉到了趋势的变化？万分窘迫下，我只得承认前者要多于后者。

盖茨虽然对投资知之甚少，但他在数据的使用和处理上却深有见地。在他看来，若是一段时间内积累的一组数据能够为市场和经济的表现提供可靠信息的话，投资者就应该对这组数据进行

① 即贷款人要求的风险溢价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持久的观察，以寻找出其中的微妙变化。这些信息累积起来，会深刻影响投资者对市场前景的看法，并能帮助投资者判断各类资产的收益率会在何时发生转折。起初我并不认为这套理论真的可行，可在仔细揣摩之后我才认识到，投资者若想长期立于不败之地，就必须对市场动态进行持续的考察。

为了开创全球宏观投资法，我花费了很多年的时光。虽然其内容直到今天还在不断地修改和完善之中，但它的价值已经逐渐开始显现出来了。我深信全球宏观投资法会使投资者的投资收益产生翻天覆地的变化，而对于养老金投资来说，那也就将是“老无所依”和“老无所忧”一般的差别！

全球宏观投资法的一个基本假设便是：人性中的劣根性会对投资者产生重大的负面影响。因此，投资者若是想将这套方法付诸实践，首先就得学会自我控制。投资者在投资时，必须要确保自己不会被贪婪和恐惧控制而失去方寸，若是无法做到这一点，那我接下来将要讲的可就全都帮不了你了！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章 战胜市场

对于心脏不够坚强的人来说，投资这个行当绝非他们所长。当投资者对自己的投资组合以及自身的状况和情绪进行评估时，必须要做到足够的固执和冷血。

在险象环生的投资丛林中求得生存的第一步，便是要对自己进行一番仔细而认真的评价。投资者要对自己性格中软弱的一面有足够的了解：自己是过于乐观、笃信付出必有回报呢，还是动辄就会陷入恐惧、贪婪、爱面子或是易激动的深渊中不能自拔？因为上述的这些情绪都会使投资者在混乱的投资环境中失去冷静。因此，只有在充分地认识到了这一点之后，投资者才能对自己的能力和局限做出客观准确的评价，进而对投资的时机和方向做出准确的把握。

若你对上述观点持怀疑态度的话，不妨回想一下2008年秋的那次大崩盘吧。那时随着金融风暴席卷全球，整个市场完全被浮躁的投资情绪所笼罩。投资者出于各种原因全都在争相抛售股票。信贷市场几乎完全被冻结，即便是那些经营状况良好的企业，也无法从市场中融得短期资金来维持正常的运转。而在贝尔斯登与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雷曼兄弟这两大投行相继垮掉、美林集团又被美国银行收购之后，局势变得还要更加复杂。就算是那些最为顶尖的投资者，也无法预言市场会去向何方。

此外，金融危机还提升了投资者对风险的厌恶程度，而这也造成了市场局势的进一步恶化。为了给企业融资或是偿还保证金，很多投资者不得不把手中持有的股票卖掉，而与这种“理性”抛售相伴的，是部分投资者对整个市场不分青红皂白的绝望。在恐慌之中，个体投资者不问价格不管涨跌，只是一门心思地想把还留在手中的那些股票都全数卖掉。这样的不理智行为，我称之为“投机型抛售”。

另一方面，若是投资者在市场的指挥下亦步亦趋，那他们就很难在投资市场中获得先机。还是以 2008 年的金融危机为例。很多投资者在这场危机中都乱了方寸，以极低的价格将手中的证券抛售一空。而在危机结束后，问题企业虽然垮掉不少，真正优秀的企业却都存活了下来。不出意外的话，这些企业的股票还会被原来的持有者购回，只不过为了再次获得这些股票，他们要支付的价格就要比抛售时高得多。对于这些企业来说，它们只是很不幸地被卷入了金融危机中而已，而在危机结束后，它们仍具有很高的投资价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些投资者总是自命不凡，总认为自己在股票的挑选上很有一套，而这样的想法反而是他们最大的弱点所在。在投资界摸爬滚打了 25 年之后，我也依然会对一些个股怦然心动。不过与热门股博弈的过程，却是一个充满了戏剧性的过程。当你购买的热门股节节高升时，那感觉比中了彩票还好，因为中彩票靠的纯粹是运气，而选对了股票还可以归因为自己的真知灼见。

虽然热门股会在某段时间内涨势喜人，但在更多的情况下，你是无法准确预见它们的表现的。因此，你若是决意将投资范围局限于热门股的话，能做到不赔钱，就已经很不错了。

在洞察市场财富机会、构建直接高效的投资策略等方面，个体投资者有着巨大的劣势。可若是愿意承认上述劣势的话，那你就已经为自己赢得了一定的优势。对于个体投资者来说，挑选股票就像登山一样，是一个越来越累人的过程。即便是专业的投资者，也要不时地去应对来自市场的挑战。

我们来看几个实例。比尔·米勒（Bill Miller）是莱格梅森价值型信托（Legg Mason Value Trust）的管理者。在他的经营下，这只基金自 1992 年以来连续 15 年打败了标准普尔 500 指数，直到 2006 年才被后者打败[①]。

① 米勒在 2006 年遇到的最为强劲的两大对手，是两只经营风格都比较低调的基金。这两只基金都有着七年的连胜战绩，且都奉行非常规、高风险的投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

像莱格梅森这样的公司每年都会花费数百万美元来确保自己的产品能够将市场指数打败。而这笔费用对于这样的公司来说，也完全能支付得起。就拿总部位于波士顿的富达投资来说吧，富达投资目前管理的资产的价值高达 10 000 亿美元，因此，若是让富达为其研究团队中的每一位成员都开出数十万美元的年薪，那也完全没有问题。这个分析团队由大约 180 名成员组成，每人每星期的工作时间在 60 个小时左右。他们会对各类金融数据和相关文件进行仔细研读，以捕捉隐藏在字里行间的投资机会。

在整个投资业中，共有 90 000 余名资金管理者或投资分析师持有注册金融分析师（CFA）资格证。他们要在多年学习、实践的基础上通过三次极为严苛的考试方能获得这一资格。此外，还有成千上万名金融工作者为了获取这一称号，而在不懈地努力奋斗着。这些人都在高额薪酬的激励之下，为了找到日进斗金的资产组合而忘情地工作着。

当你决定仅凭一己之力来为自己的投资组合挑选股票时，你的竞争对手是那些有着强大的人力资源和信息资源的机构投资者。高质量的分析报告在投资中有着至关重要的作用，而机构投资者在这方面有着绝佳的优势。或许有朝一日，某个极佳的投资机会会自行绕过整个投资业的围捕，而单单只出现在你面前，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种事情发生的可能性几乎为零。

在信息时代，任何一位投资者都可以通过网络来获得上市公司的文件和报告，以此来判断一家公司是否深陷债务泥潭，或从中获取其新产品上市的第一手资料。而证监会实行《公平披露信息法》的初衷，也是想通过对核心信息的强制性披露，来确保专业投资者不会因机构优势而占尽先机。在该法案下，上市公司的 CEO 必须要对所有的投资者一视同仁，不可以将自己对某项新合同的看法提前透露给机构投资者。

可尽管如此，与个体投资者相比，机构投资者还是会拥有一些内在的优势。而这些优势，是再多的法规也无法消除的。例如，你就不会为了钻研金融知识，或是为准备 CFA 考试而辞去你的工作，不是吗？正如投资分析师无法为病人做心脏瓣膜修复手术一样，心脏外科专家也无法胜任投资师的工作。成为一名专业投资分析师需要有专业的投资知识做基础，而这些知识则是通过长年累月的实践一点点积累起来的。

那么在股票选择上，专业投资者的优势究竟有多大呢？首先，他们的办公桌上都装有彭博终端机。彭博终端机所提供的服务从基本的股票报价、股市新闻到复杂的分析模型全都一应俱全，而它一年的花费则在 17 000～21 000 美元之间。彭博终端机确实非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常强大，没有它，我的工作将会变得异常困难。但是，若你投资的目标是为了挣钱的话，在目标达成之前就先为自己添上这么大的一笔开销，却也非常的不理智。

除了彭博终端机外，你还要订阅《基线》和《面集》(Fact set)这两大专业杂志，以获取其他的一些关键数据[1]；此外，你还要购买至少两家分析公司的独立投资调查报告[2]。因此，只是在投资的前期准备上，你所投入的成本就已经高达 70 000 美元了，而这些支出都需要通过日后的投资收益来收回。此外，你还需要订阅实时数据服务、参加各类的产业研讨会来获取行业的最新动态，而这些信息富达的团队只需一个电话就可以轻松搞定。

说到这儿，你也许已经开始打退堂鼓了吧。不过这还没完，还有一个非常重要的因素没有被提及，那就是人力资源上的开支。像富达这样的大公司全都拥有大量经验丰富的交易员，他们可确保每笔交易都在最合理的价格下被执行。此外还有若干的计算机人才在随时待命，以保证整个公司的电脑网络都能够正常运转。

对冲基金在人力资本上的投入就更为夸张了。只要基金管理者对某行业表现出了些许的兴趣，对冲基金的老板就会去聘请该行业的专家以了解相关情况。这就像是律师在为一名谋杀犯提供

[1] 这些每年又要花费 12 000 美元。
[2] 这一项的支出大约是每份报告 20 000 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

辩护时会专门去聘请专家目击者出庭作证一样。

所以说，对于个体投资者来说，成为一名消息灵通的专业投资者的成本实在是太高了，而这样的成本在一般的机构投资者看来根本不算什么。这便构成了投资这个行业的准入门槛。此外，作为大型投资机构中的一员，专业投资者还能享有很多的隐形资源。例如，在高盛工作的分析师随时都可以致电香港或伦敦的交易商，咨询某只股票在那里的表现情况；或是从来自中国的股票分析师那里了解到中国市场对 iPod 的潜在需求究竟有多大。在很多情况下，正是这些不经意间获得的信息，在投资机会的形成中起到了关键的作用；而这些信息却是个体投资者根本就无法获得的。

能够成为上述人际关系网中的一部分，还有很多其他的好处可寻。虽然内部交易是被明令禁止的（尽管还是时有发生），但并非所有的内部信息都是在内部交易的名义下透露出去的。如果你刚好有机会和某公司的 CEO 进行一次面对面的谈话，你就可以趁机了解这个人是否是足智多谋、是否有能力把自己的企业打造为业界的龙头老大。而假若你不是投资界的一员，你和那位 CEO 也没什么私交的话，你是绝对不可能有机会和他（她）单独会面的。

在这里还需谨记的是，尽管有很多从事网络通讯或是生物科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技的公司在 IPO 之后为其投资者带来了不错的收益，但真正的财富积累却是在公司最初的发展阶段完成的。能够分享这一阶段的财富积累的只有风险投资商和创业团队的亲朋好友。这些人以非公开的形式投资于公司，而这些得到了资金的公司，大都还处于最初的起步阶段。投资者从 IPO 中获得的收益虽然很可观，可它在最初的内部投资者看来，却实在太过微不足道了。

有的公司会特意组织一些主题旅行，带领专业投资者到公司厂区去参观，以此来说服他们投资于公司的股票。一般情况下，我对这类旅行毫无兴趣。但有一次当我听说考察的项目是加拿大油砂矿时，还是在好奇心的驱使下动身前往了。加拿大油砂矿曾被《时代》杂志评为“加拿大最大的一笔能源宝藏”，其石油储量仅次于沙特阿拉伯，排在世界第二位。甚至有评论认为，单凭该油砂矿一己之力，就能够满足全世界在 21 世纪对石油制品的所有需求。

这次对加拿大油砂矿的考察，是由壳牌公司加拿大分部组织的，目的地是加拿大阿尔伯达省的北部地区。同行的还有几十名投资分析师和基金经理。我们从卡尔加里出发，乘坐一架老旧的涡轮直升机，在一个小时后到达了北美大陆上最新的石油重镇——麦梅力堡。抵达之后我们转乘了一辆黄色的学校班车，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尚未修整的道路上又颠簸了许久之后，终于抵达了壳牌加拿大阿尔比安矿砂（Albian Sands）工程的厂区。

一路上我们经过了许多匆忙建起来的公寓楼和酒吧。这些建筑物都是砖坯房，看上去极为朴素，使得我们这一身运动夹克配卡其裤的行头显得有些格格不入。然而我在这次考察中还是颇有收获的。我们无一例外地都被工程的宏大场面给震慑住了：巨型运输车将从地下采掘出来的油砂源源不断地运到窖井中去，而这些运输车的轮胎直径竟然有 12 英尺长！对油砂的后期处理是在窖井中完成的。从每两吨的油砂中便能提炼出一桶“重油”，这种“重油”的价格一直都在不断地上涨之中。

投资分析师存在的意义，就在于帮助市场中的其他投资者发现可能的投资机会。例如，在经过了审慎的研究分析之后，他们会帮助投资者决定是否把“油砂”加入到已有的投资组合中去。退一步讲，即使普通投资者也拥有专业投资者的信息资源，能够获取各大公司的年报和各类调查报告，但他们所做出的投资决策也未必就能在专业投资者的水平之上。这就像是在密林深处举办的一场投资盛会，当个体投资者在历经了千辛万苦后终于赶到时，聚会早就已经结束了。

而专业投资者的另一个优势在于，他们可以在很短的时间内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

构建出一个高度分散的投资组合。因此，你若是想和他们竞争的话，几乎是毫无胜算。只要是认识到了这一点的个体投资者，都会去聘请专业的投资顾问来帮助他们理财。

每当你去贝巴碧阳（Bed Bath&Beyond，BBBY）购买吸尘器、咖啡机或浴巾时，你总是会被卖场里的购物热情所深深感染。如此好的经营势头会让你动起投资的念头，而该公司的财务报表也印证了上述想法的正确性。最后，你还要看一下分析师的观点。来自史密斯巴尼（Smith Barney）和 ValueLine 的分析报告都认为该公司的股票具有很大的升值空间，很值得投资者去拥有。

看到这里，先别激动，请做个深呼吸。要记住的是，贝巴碧阳当前的股价已经是反映了许多专业分析师和投资经理人的观点了。来自各家公司的众多分析师早就对贝巴碧阳的股价进行过持续追踪，来为他们的大客户提供投资意见。来自富达投资、美国基金或是小一些的资金管理公司的分析师或经理人，怕是早已多次拜访过该公司的 CEO——史蒂夫·泰梅尔斯（Steven Temares）以及他的高管人员了。而此类拜访是如此的频繁，以至于办公室外的地毯都快要被踩出条路来了。

当然了，这些专业投资者也会像你一样，到当地卖场去了解公司的销售情况。不仅如此，他们还会搭上直升机飞至最新的分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

店，去实地考察那些高利润的营销项目是否真的像 CEO 所讲的一样。噢，对了，他们还会订阅《今日家装》、《家装时讯》、《专业家居》这样的杂志，来确保自己对家装业的流行趋势有着十足的把握。而这些流行趋势，也会对贝巴碧阳以及他们的竞争对手和供应商的业务产生影响。

看到这里，你依然认为自己能够对该公司的前景提出独到的见解吗？即使你依然拥有这份自信，但还有一个问题，只用一家特许零售公司的股票来构建投资组合，实在是太过冒险了。你至少还得用同样的考察程序再考察十多家公司，而且这些公司还必须分属于不同的行业，决定它们业绩的变量也都要各不相同。

这就意味着，如果你决定购买戴尔的股票，或是和我一样对加拿大油砂颇感兴趣的话，你不仅要跟得上特许零售分析师的步伐，还要做科技分析师、能源分析师的工作。可即便是高盛公司，也不会把零售分析师塞进飞赴麦梅力堡的直升机里，指望着他们走下飞机之后就能变成石油专家；或是让研究半导体的投资分析师去调查一家基因研发公司的最新突破。

比起专业投资者，个体投资者在挑选股票或是进行其他投资决策时所能拥有的唯一优势就是对某一行业的内部信息的了解。例如，你可能刚好在这个行业的内部部门工作过，能够获取该行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业中的重大竞争者以及各大事件的第一手信息。如果你能保证信息的准确性，并把它合理地运用到投资中去，你的投资组合或许就能打败市场指数组合。

假设你退休前在保险业工作了 30 年。在这 30 年间，你一步步爬到了高管的位置，并且从财产保险、意外伤害保险到人寿保险全都做过。那么，在这么多年的工作经验的基础之上，你对影响保险公司成败的因素将会了如指掌，这样的话你也许能准确地察觉到市场上的那些几乎是微不可查的信号。

运用自己的专业背景来获取收益时应采取的策略是：在自己的“优势板块”积极地挑选股票，而在其他板块，如科技、保健和零售板块，则消极地接受市场的安排。如果你是那位已退休的保险公司高管，那就放心大胆地增持丘博保险（Chubb）的股票吧，只要别飘飘然地觉得自己在零售业上也是个专家，兀自地预测起贝巴碧阳的前景来就好了。

个体投资者若想充分发挥上述优势，有两个办法可供选择。但无论选定的是哪种方法，都要先列两张清单。单子上所列的分别是业界的“潜在赢家”与“潜在输家”。而作为已退休的保险公司高管，若想把拥有的业内信息最大限度地转化为投资收益，最直接的方法便是在投资于“潜在赢家”的同时，还卖空“潜在输

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家”的股票[1]。

只要你对行业动态的预测是准确的[2]，也就是说，你所圈定的赢家都涨得顺风顺水，而你所预言的输家都跌得一塌糊涂，那么你的投资组合就肯定会稳赚不赔。你甚至根本都不必去过问市场上其他证券的表现。

假设在大牛市中，你挑定的“赢家股”的平均涨幅达到了 15%，而“输家股”非但没有跌，反而也涨了 5%。这样一来，你虽然会在卖空交易中遭受一些损失，但仍可以获得 10%的投资收益。而在熊市中，只要“输家股”的跌幅大于“赢家股”的跌幅，你的净利润就会一直是正值。

在上述投资策略中，由于卖空操作的存在，所以投资者必须要承担一定的风险。而对于那些风险厌恶程度高的投资者来说，另一种备选方案则是持有一个类似于标准普尔 500 指数的投资组合，组合中的各个股票所占的比重都与标准普尔 500 指数完全一致，只是保险板块完全由自己定夺。这也就意味着在整个投资组合中，只有 4.3%的部分是你自己亲自挑选的。你可以用你所认定的“赢家股”，来替换掉标准普尔 500 指数中所包含的保险板块的

[1] 卖空即指将借来的股票卖掉，然后寄希望于该股票的价格下跌，这样就能够以更低的价格购得股票以偿还给最初的借方，并以此赚取其中的差价。这样的投资策略是风险极高的，因为从理论上来说，潜在的损失可能会有无穷大。

[2] 不要把这一步想得过于简单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票。同样地，只要你对“赢家股”的预测是正确的，你的投资组合也就赢定了。

而上述策略的最大问题就在于，在通常情况下，投资者对任何一个行业都不具备如此深刻的专业见解。30年的从医经验或许能够使一名成功的心脏外科专家在讲起某项医疗器械的临床应用时娓娓道来，但他却无法预言哪些因素将会左右下一代的心脏监测系统的成败。

对于那些倾向于自主挑选股票的投资者，若想构建出一个风险分散程度高的投资组合，就得依赖投资分析报告的帮助。而这些投资分析便是那些专业投资者努力工作的成果。他们将自己所有的精力都投入到了对市场的分析当中，利用了大型投资公司所能提供的一切资源。在这样的情况下，为何不去求助于他们的集体智慧呢？既然你打不过他们，为何不加入他们的队伍呢？只需要份申请表，在虚线处签下自己的名字，你就成了他们[①]的客户中的一员了。

当然了，专业的投资机构也会面临一些挑战，不过这些挑战中的大部分，在花旗集团的金牌电信分析师杰克·格鲁曼（Jack Grubman）的丑闻被曝光后，已经被解决得差不多了。当时格鲁

[①] 如摩根士丹利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曼将美国电话电报公司（AT&T）的股票评为了“买入”级，而后来却证明，这种质量的股票在华尔街比比皆是。

格鲁曼篡改评级的举动，是在他的老板——花旗集团的 CEO 桑迪・威尔（Sandy Weill）的授意下进行的。桑迪・威尔需要这样的一个评级来承销美国电话电报公司的股票，而作为回报，他会向曼哈顿的一家幼儿园捐一大笔钱，使得格鲁曼家的一对双胞胎能够成为那家幼儿园中的成员。

最终，在 2003 年的 4 月，华尔街上的十家大型投资公司因发布非客观的研究报告而被判罚了总计 14 亿美元的罚款。为了和证监会就监管调查中发现的问题达成和解，这些罚款只是双方所签署的协议中的一部分。

如果你会参考投资机构发布的研究报告的话，为何不再进一步，将自己的资金也交给他们打理呢？在任何一个时点上，市场中都有很多高水平的资金托管人存在。不过这时，你要特别小心那些“投资明星”。在某段时期内，这些“投资明星”运用自己的专业背景、投资天赋，能成功地预测出哪些股票在来年会带来较高的收益。因此在那段时期内，他们的投资业绩都高得惊人。可尽管如此，你也不必对他们有着过多的崇拜，因为他们如日中天的势头终会过去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不妨回想一下在网络股被热炒的 1999 年间的那些在金融界备受追捧的人物吧。可如今，这些人都去哪儿了呢？阿尔伯特·维拉（Alberto Vilar）便是其中之一。监管者在对他进行审查之后，认定其行为已构成了金融欺诈。到 2000 年网络股泡沫破裂时，维拉的家产所剩无几。之后他竟然从自己客户的账户中盗取钱款来支持自己的慈善事业。

在 1998 年，那时只有 29 岁的投资天才莱安·雅各布（Ryan Jacob）从市场中获取了 196%的投资收益，并于次年创办了自己的投资基金，主攻互联网。而随着网络泡沫的破裂，这只新生的基金很快便失去了其 95%的资产。可尽管如此，雅各布还是没有放弃。在他的苦心经营之下，这只基金的规模再次超过了 1 亿美元。但这样的成绩与鼎盛时期超过 5 亿美元的辉煌记录相比，还差得很远。

虽然直到现在也没有人能够确定，究竟是哪些投资技巧可以确保投资者的投资组合能够超越市场的平均水平。但是托马斯·麦奎根（Thomas MacGuigan）却进一步向我们证明了上述问题的答案是多么的难找。

在康涅狄格州的吉尔福德县，有一家名为超越明天的策略咨询公司。麦奎根是这家公司的总裁。他和他的团队于 2006 年进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了一项研究，研究的对象是所有投资于美国大盘股的共同基金，研究的时间范围是 2003 年 11 月 30 日之前的 20 年。他们发现，若是以基金在这 20 年间的表现为比较依据的话，只有 10.59%的共同基金能够打败标准普尔 500 指数，而若是将研究的时间缩短为 10 年，则有 24.71%的共同基金能做到这一点。

麦奎根对这一研究结果很感兴趣，于是展开了更深层次的研究。结果呢？他发现，那些宣称自己的基金打败了市场指数的基金经理同时都还在经营着不止一个烂摊子。在同一基金经理的管理下，可能会有两只基金在这 20 年间脱颖而出，超越了标准普尔 500 指数一个或两个百分点。但除了这两只基金外，他手中还握有 37 只其他的基金，它们被标准普尔 500 指数以同样的差距甩在了后面。

麦奎根的下一个问题是：能否根据基金经理以往的业绩，来推测他们在今后市场中的表现？可令人惋惜的是，那些在第一个 10 年中表现出色的经理人，很少能把优秀的业绩延续到下一个 10 年。无论他们投资的是大盘股还是小盘股，经营业绩在前 10 年排在前 20%的经理人中，只有 28.5%能够在后 10 年里仍处在同样靠前的位置上。

那么在这种达尔文式的竞争中，投资者所能拥有的优势是什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么呢？这其中非常重要的一点就在于，投资者必须承认自己在挑选股票时是处于劣势的。为何非要和专业投资者在这场本就不公平的比赛中一试高下呢？

作为独立投资者，你的“附加优势”在于，你可以对市场进行选择。现在是向股票市场进行投资的好时机吗？你应该这样问自己，而不是“哪只股票能让我发大财”。也不要去问哪只科技型基金的经理人有着最好的业绩，而是要把视野放得更开阔些，从全局去考虑。如试着这样去问自己：“在当今的投资环境中，是大盘股还是小盘股对我更有吸引力？”

这些问题更容易回答，也是对你制定合理的投资决策更有帮助的。而那些忙忙碌碌的基金经理，整日为着持久的高收益而劳心费神，却不能给予这些问题以应有的重视。作为个体投资者，你所拥有的一项相对特权，便是可以将自己的资本投入到任何一个市场中去。只要该市场在你看来拥有最低的风险和最高的收益就可以了。这便是你所拥有的优势所在，而那些领着高薪的专业投资团队是不具备这样的灵活性的，这就使得这一优势显得更有价值了。

养老基金和其他的一些机构投资者会挑选专业投资者来管理他们的资产，而这些专业投资者一般是不会采用全球宏观投资法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。这些养老基金或捐赠托管人都会雇佣专门的投资顾问，而大部分的资产配置决策其实就是由这些投资顾问来做出的。

这些拥有了养老基金、大学捐赠基金或其他大型资本的控制权的投资顾问，会首先对基金的风险承受能力及流动性需求进行评估，而后制定出合适的资产配置目标，并据此将资金投入到若干不同的市场中去[1]，以满足基金对流动性和风险控制的要求。在每一个特定的市场上，投资顾问都会从一张简短的名单中挑选出一名自己最为看好的经理人，并委托他构建出一个卓越的投资组合来。

当你和一位投资顾问同时在小盘股基金上进行投资时，你们的投资目标是不同的。投资顾问希望自己的基金能够打败市场指数，能够在同类基金中出类拔萃；而你的目标却只是赚钱而已。有的时候，这两个目标是大相径庭的。当小盘股失势时，即使你的投资组合在小盘股中表现得再好，你也是在赔钱的；而投资顾问对这样的结果却是满意的，毕竟他们的客户所要求的就是打败市场。

一般来说，投资顾问是不会采用战略性的资产配置模式的。他们不会根据金融市场的最新动态，来对资产的配置状况进行持

[1] 包括股票、债券、房地产、商品、对冲基金等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续的调整，也不会对新出现的机会和风险及时地做出反应。

而这些恰恰是个体投资者所必须做到的。投资者要对股票市场或债券市场进行持续、深入的分析，并在此基础上完善自己的投资决策过程。专攻大盘股的基金经理，永远都只使用特征分明的大盘股来构建自己的投资组合，而不去过问是不是相对于大盘股来说，小盘股或新兴市场证券才是更好的选择。在这一点上这些经理人是没有选择权的，但是你有。而这也正是你的优势所在。

既然如此，那投资者为何还对这份优势置之不理呢？为何总是在个股的挑选上费尽心思，一次次地用自己的弱点去和那些消息灵通的专业投资者竞争呢？成千上万的个体投资者订阅了股评通讯，数十万的投资者订阅了投资月刊。这些月刊在每个月都会评出类似于“七大抗衰退股”或是“最佳绿色能源股”这样的噱头来夺人眼球。此外，更有上百万的投资者每天都收看 CNBC 的吉姆·克莱默秀（Jim Cramer's Show）。何必呢？即使选股的制度性困难终于得到了个体投资者所承认，在选用更为理性的全球宏观投资法之前，个体投资者还必须准备好向另一弱点——“人性”发起挑战！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章 战胜自己

在投资时，自己才是自己最大的敌人！尽管我未必能打得赢自己，但这个道理我还是懂的。在投资界摸爬滚打了25年之后，我的警惕性已经越来越高了，随时都在担心自己的理性是否会被本能带着走。在大部分的时间里，我还是相信自己好不容易练就的专业功底是能够打败自己的本能的。

也正因为这一点，我常常在说，我的客户花钱雇了我熬夜，这样他们就能睡个好觉。这一点很多专业投资者都深有体会。而由于在金融市场中掌舵绝非易事，我的睡眠时间也确实不多。像普通投资者一样，在市场出现暴跌时，我也会承受巨大的心理压力。就像在飞机上遇到了湍急的气流一样，只能勒紧安全带祈求平安。顶住压力逆势投资绝非易事。“为何不干脆卖掉呢？”我会咬牙切齿地质问自己。而在牛市之际，我也会轻易地被欣欣向荣的景象所感染，只要趋势线一上升，我就飘飘然得不知所以。

在投资时，你不一定非要去专业投资者那里获取详尽的投资指导，虽然这样做也无妨。真正的问题在于，我们自己的本性加上我们对这个世界应有的运作方式的理解，会引导着我们做出一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些彻头彻尾的傻事来。与全副武装的专业投资者竞争已经够困难的了，再加上自己的那些小缺点，个体投资者能在投资决策过程中制定出合理决策的可能性简直就是微乎其微。

而若想成为一名成功的全球宏观投资者，你就必须要确保自己不被噪音，尤其是自己脑中的那些噪音所干扰。当市场在 2008 年秋天崩盘后，究竟有多少投资者在恐慌中卖掉了他们所有的股票呢？像其他的投资者一样，你的本能也在狂吼：卖掉吧！卖掉吧！卖掉吧！但在全球宏观投资法的逻辑下，除非所有的数据都表明卖掉股票才是最佳选择，你是不该贸然把股票卖掉的。

全球宏观投资法的精髓就在于做更少的、却更有意义的投资决策。诚然，一个小盘股共同基金经理也有能力从他负责的领域中挑出最好的股票，然而当他发现房地产市场的表现要优于所有的小盘股时，他却不能将投资转移到房地产市场上。这就是你我的机遇了。而要想把握住这个机遇，我们就必须要了解，自己的判断是如何为本能所干扰的。

几个世纪以来，哲学家和经济学家们提出了大量的假说，来探讨市场和个人的效率问题。而有效市场理论的提出，则将学术界对市场效率的研究推上了顶峰。关于这个理论，我们在第 1 章已经介绍过了。到了 20 世纪 70 年代，虽然“内部交易”在当时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还未成为市场关注的热点，但有效市场模型在那时就已经暴露出了诸多不足。奥马哈股神沃伦·巴菲特（Warren Buffett）就曾说过："若市场是有效的，我早就沦为街边拿着铁罐乞讨的乞丐了。"

为了使有效市场模型更好地与现实世界相协调，芝加哥大学的金融学家尤金·法玛（Eugene Fama）对该模型进行了修改。他在原有假说的基础上，提出了市场的三个子状态。其中"强有效市场"假设就是原有的有效市场假说的翻版。在"强有效市场"的假设下，证券价格反映了所有公共信息及私人信息的总和。这时的市场是完全公平的，信息可以很容易地从一个集团传递到另一个集团。在法玛看来，这样的模型存在着明显的缺陷。

接下来再来看"弱有效市场"假设。在"弱有效市场"的假设下，投资者可以根据过去的价格和收益率来对未来的市场走势进行预测。这样的假设同样是不合理的。"弱有效市场"假设在市场中的实践便是基于技术分析而进行投资决策。有的投资者因为技术分析的简单易学而对其大加追捧，但是技术分析本身及其实践中所用到的图表实际上都有着固有的缺点和不一致性。从技术分析中窥得投资者的某种行为模式是可能的[1]，但仅凭借技术分析得出的图表来制定投资策略，却是非常不可靠的。

[1] 例如，投资者总是不想让股价跌至自己的购买价以下，所以对于刚发行的股票，它的价格会一直在略高于发行价的位置波动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在现实世界中，还有很多其他的限制因素使得市场不可能完全有效。例如，在强有效市场假说下，所有的投资者都有一个长期的投资视野；而且在这个长期视野下，市场上有着固定不变的投资机会供投资者选择。上述两个假设都是不合理的，因为没有人的投资视野能超过 10 年[①]，而在每一个新的 10 年中，都会有新的投资机会出现。

上述的这些限制，也是投资界更倾向于接受法玛的“半强有效市场”假说，并在此基础上进行实证研究的原因所在。“半强有效市场”假说与巴菲特描述的事实相符合，那就是，市场中有大量的非有效因素存在，不过这些因素只有那些精明的投资者才能识别出来，并对其加以利用。因此善于洞察市场的专家较之一般投资者有着很大的优势，而将这些优势积累起来，就可以很好地解释完全有效市场与受人性干扰的实际价格行为之间的差别。

此外，市场的波动越是剧烈，就说明个体行为和社会心理对市场的影响越大。因此，对投资者来说，能够了解个体的心理行为，对于构建起成功的投资框架和投资程序而言是非常有帮助的。只有认识到自己的不足，我们才有机会去克服它们。

美国人总觉得，在群体智慧的作用下，市场被情绪控制的时

① 个人情况和金融市场都变得太快了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代早已过去了。虽然像《非同寻常的大众幻想与全民疯狂》[①]这样的著作依然十分畅销，但我们大多数人其实都更倾向于把“天价郁金香”这样的事件当作历史趣闻来看。可事实上，在为商品定价，尤其是在为自己的财产[②]定价时，我们的理智总是会受到情感的控制。我们经常会觉得，即便是最高的出价也不能反映自己财产的真正价值。

就此现象我专门做过一项测试，从中我们可以看出上述现象对投资行为的影响。在佛罗里达的庞特维德拉海滩上，有一家女性投资者俱乐部。在该俱乐部的一次午餐会上，我让在座的每一位女士都对标准普尔 500 指数的总市值估计一番。每桌结果最接近于实际值的那一位，便可以赢得桌子中间的花饰。

在这轮比赛结束后，我让花饰的新主人估计一下自己刚刚赢得的奖品的价格，同时让同桌没有赢得花饰的另外七个人也估计一下。无一例外，赢得花饰的人给出的价格均高于其他人给出的价格两倍。

如果这种扭曲了的价值认识影响到投资决策的话，市场在某种程度上的瘫痪也就不可避免。毫无疑问，这样的扭曲是不会有什么好结果的，整个市场都有可能因此而陷于崩溃。想想爆发于

---

① 查尔斯·麦基．非同寻常的大众幻想与全民疯狂．该书最初出版于 1841 年，后来又曾多次再版。
② 从我们住的房子到收集的棒球球星卡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007 年的那场房地产危机吧。当全国的房价都在下跌时，排队待售的房屋的数量却依然在继续飙涨。在低于心理预期的价格下，房产的主人是不愿将房屋出售的。而警觉的买者同样也不愿支付在他看来不切实际的价格。

我们一边觉得自己要比先人们理性得多，一边从像亚当·斯密（Adam Smith）这样的经济学家那里，通过自我催眠来获得慰藉。我们最喜欢的臆想是由斯密提出的，它至今还依然被人奉为至理。斯密认为，当面临一系列的决策时，人们会自行优化自己的行为，以此来实现自己未来的财务状况、身体状况、舒适状况的最优化。这一理论被称为“无限理性”。

而在现实世界中，就像为桌花估价时所出现的情景一样，个体的理智是会被情感所蒙蔽的。来自芝加哥大学的赫尔伯特·西蒙（Herbert Simon）[①]曾讲过，我们所拥有的，最多是“有限理性”而已。情感与偏见总是会时不时地跳出来，使得最优的投资决策根本就无法做出。

为了给“有限理性”假说提供实证依据，两位名为肯尼斯·弗鲁特（Kenneth Froot）和埃米尔·达博拉（Emile Dabora）的市场分析师于 1999 年对皇家壳牌石油公司（Royal Dutch Shell）发行的两种股票进行了研究。

[①] 近年新兴的行为经济学的先驱者之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

皇家壳牌石油公司是由来自荷兰的皇家石油公司与来自英国的壳牌运输公司于 1907 年合并而成立的。在合并伊始，这两家公司曾约定他们的股票要在不同的交易所中分开进行交易。这其中，皇家石油的股票占新公司市值的 60%，而壳牌的股票占 40%。两只股票的交易地点分别为阿姆斯特丹和伦敦。如果市场真的是有效的，在对荷兰盾对英镑的汇率进行校正后，两种股票的价格会始终保持着 6:4 的比例关系才对。而弗鲁特和达博拉却发现，市场对上述比例关系的偏离程度达到了 35%以上。

上述事例就是非理性的最佳体现。而之所以会出现这种偏离，很重要的一个原因就在于，部分投资者不愿意离开他们熟悉和了解的市场，到国外的市场去进行投资。这其中的套利机会，即用更少的钱在别处买到同样的东西的机会，并不足以补偿他们因背井离乡所带来的心理压力。这里可以用电脑操作系统来打比方。假如你是苹果电脑的忠实用户，而你的朋友们使用的电脑都是基于 Windows 操作系统的。尽管这一操作系统经常出问题，但你的朋友们是不会在你的劝说下放弃 Windows 的。虽然改用苹果机之后，问题可能会少很多，可谁又会愿意费尽周折从头学起呢？

很多投资者都经历过封闭式共同基金的非正常定价[①]。由于其

[①] 封闭式共同基金的规模是固定的，若想持有该基金，投资者必须从基金的已有持有者手中购买。而与之相反，若想持有开放式共同基金，投资者可直接向基金公司申购，基金公司会直接吸收这部分资本并发行新的份额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结构的特殊性，1 单位封闭式共同基金的价格应该等于 1 单位该基金所对应的股票资产的价值。而发表在 1990 年的《经济视野》杂志上的一篇文章却表明，封闭式基金的单位价格和它所对应的股票资产的价值却一点关系都没有。

与开放式基金随时都能应投资者的要求而增发或赎回不同，每单位封闭式基金所对应的资产是有限的、固定的。研究者发现，投资者愿意为封闭式基金支付的价格，其实和该基金所对应的股票的价值并无太大的关系，只是和该封闭式基金的类型有关。也就是说，情感再一次战胜了理智。当小盘股不景气时，主打小盘股的封闭式基金就会被严重低估，且低估的程度要比其他任何封闭式基金的折价幅度都要大得多。而与此同时，主打小盘股的开放式基金的价格却依然能和其净资产的价值相持平，甚至还会超出不少。

类似的非理性行为在金融市场中到处都能见到。如何克服这样的行为呢？这就是我将要在全球宏观投资法中重点阐述的。自下而上地挑选股票和自上而下地挑选市场并不会相互排斥。你完全可以将挑选股票作为全球宏观投资法的组成部分。这其实就是一个时间和精力的问题，因为如果你能选对市场的话，你只需做出很少的重大决策便能获得成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在做了 25 年的专业投资者之后，我逐渐认识到，若没有全球宏观投资法的帮助，我很难为我的客户制定出一个高质量、风险可控的投资组合。为此，我每天都生活在和自己的争斗中，就如我刚参观完加拿大的油砂项目，刚从加拿大返回芝加哥时那样。我必须抵挡住这个项目对我的诱惑，因为我知道自己对那家公司还缺乏足够的了解。可喜的是，我将自己对壳牌公司的热情，提升到了决策树的更高层次上：我购买了包含油砂股的一个资产组合。就像这次一样，每当遇到心仪的股票时，我都要做一番同样的纠结和挣扎。

在华尔街周围，流传着很多专为投资者设计的市场流言。你若信了它们，那就相当于是向自己本能中最弱的一面屈服了。在任何一个书报亭，你都能找到数十种财经类的杂志，里面充斥着向投资者推荐市场中最热门股票、共同基金或交易型开放式指数基金（ETF）的信息。共同基金还会通过广告来大肆宣传它们的经理人在股票选择上有多么的神奇。另外，还有数百万的投资者通过收看 CNBC，或是用雅虎、谷歌提供的在线工具，来比较股票的收益图，并试图从中找出某种合适的交易模式。

对于上述现象，杂志编辑、电视节目制作人和网站管理员都深明其理。那就是，人们都喜欢“明确而实用的信息”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一理念在吉姆·克莱默那里达到了极致。克莱默曾在华尔街混迹多年。他 1984 年就加盟了高盛，从 1987 年开始独立运作自己的对冲基金。而现在呢，看着他在摄影棚里跳来跳去的样子，还真有一套娱乐大众的本领。他在节目中滔滔不绝地畅谈股票——他喜欢的股票，他钟情的股票，还有他讨厌的股票。只不过他谈的每天都不相同。克莱默是在将自己的优势资本化，而他的优势就在于吸引你的注意力，然后把你变成冲动的废物！

如果克莱默将自己的节目改为重点研究大盘股和小盘股之间的关系的话，那么收视率又会怎样呢？想象一下："在连续一百个交易日中，大盘股相对于小盘股一直都被低估。基于对预期市盈率的分析，小盘股将会继续在高出相对估价范围一个标准差的位置上进行交易，而且后劲十足。然而，小盘股由盛转衰的过程很快就会到来，很可能在我来得及警告大家撤出之前，就已经在下跌了。"如果节目是这样做的，那必定招来哈欠一片。

然而，若是投资者真能对大盘股和小盘股价格对比的变化趋势加以合理利用的话，也是有很多投资机会可寻的。可问题在于，能够产生上述收益的市场走势一般都会持续 5～7 年，也就是说在此期间，很少会有重大的反转发生。

我们可以以航空业为例。这是一个竞争非常激烈的行业，资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金并不充裕的投资者们每天都争先恐后地想从这一拥挤的市场中分得一小杯羹。当炒家试图将股价从 25 美元炒至 50 美元时，市场会静观其他投资者是否愿意跟风[①]。而石油价格的剧烈波动，则会使那些没有对油价风险进行对冲的企业处于非常不利的境地，也使那些进行了对冲的企业从中获益不小。

可尽管有这种不确定性的存在，航空业还是会从全球经济增长的信号中受益。因此，那些主打经济增长这一主题的投资者，完全可以将航空股添加到自己的投资组合中来。当然了，平衡风险的最佳办法还是对整个板块进行投资。只有这样，才能规避个体公司的运营风险。

来自富达公司的投资家彼得·林奇（Peter Lynch）有一条著名的投资建议：购买你熟悉的股票。而他在《选股战略》(One Up On Wall Street）中提出的最有价值的投资技巧，便是投资者不应仅仅购买其感兴趣的行业中的单只股票，而应购买这一行业中的所有股票。只有这样，才能最大程度地减小收益率的波动，以避免在信息不充分的条件下选得一手糟糕的股票。

关于这一点，可以详见本书第 2 章中的例证。在那个例子中，两家医疗器械公司斗得你死我活，经营业绩也是此消彼长。同样

[①] 或市场是否愿意吸收增加的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的模式对零售业也适用。对于该行业而言，工资水平和经济总体状况对行业的发展起着非常关键的影响。就在不久前，我对规模最大的四家零售企业在 1993—2007 年间的经营状况进行了研究。而研究结果反映出的各企业在经营业绩上的差距之大，令我实在是惊诧不已。

通过研究我发现，这四家企业中表现最好的是科尔士百货（Kohl's），其报告的年均收益率为 27.8%，而表现最差的好士多（Costco）的年均收益率只有 8.3%[①]。这些公司在每一年的收益波动都很大，业绩最好和业绩最差的企业在历年的差距的中值，竟能达到 35.7%——这样的差距可谓是相当的大。

和第 2 章中讲到的一样，投资者在这四家企业身上平均下注才是最好的投资选择。这样投资者便可以获得 19.4%的年均收益率，而且风险还更小。而且正如我曾提到过的，投资者在这整个过程中只需进行一次投资决策就够了。那就是，零售业的整体走势是否看好。

差不多每隔 15 年，金融市场就会经受一次猛烈的抛售浪潮的冲击，就如 2008 年秋天所发生的一样。在这次最新的抛售浪潮中，对冲基金以及那些高度杠杆化的投资者都会被迫卖掉手中的全部

[①] 位于二者之间的是沃尔玛和塔吉特。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产，来填补保证金或是对各种债务本金进行偿付。

在那时，几乎所有种类的资产价格都在下跌。传统的资产配置模式，即通过对冲来实现风险分散的模式，在这样的局势下根本起不到任何作用。即便是投资级的债券，在2008年第三季度的跌幅也达到了将近20%，而这类资产的价格一般是很少会有起伏的。在恐慌和绝望之中，投资者也不管手中的证券是否有价值，只管一律抛售一空。这样的大甩卖其实创造出了前所未有的买入良机，投资者可趁机购买像投资级证券或是蓝筹股这样的高质量资产。

也许是与生俱来的乐观天性使然，很多身经百战的专业投资者总是认为自己可以战胜市场。当然了，积极乐观的思维模式确实有助于心智健康，也能帮助我们克服人生中的重重困难。医学研究也表明，那些乐观的癌症病人或是心脏病患者，在接受治疗后会得到更好的治疗效果以及更高质量的生活。如果我们对未来失去了信心，那么也就失去了快乐的源泉。然而，在2008年的秋天，我们却切实体会到了悲观笼罩下的世界会是个什么样子。

在2008年秋天，华尔街上的投资机构像多米诺骨牌般的纷纷倒下。信贷市场在危机中也越陷越深，有的专家甚至开始将这次危机与1929年的股市崩盘以及大萧条相提并论。当机构投资者陷于恐慌时，货币市场也随之而处于瘫痪状态。在短短一天的时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里，投资者就从市场中撤走了 1 800 亿美元。

相反地，若是投资者过于乐观，那么他的自信便有可能是非理性的了。拉斯维加斯的存在便是建立在这种非理性的基础上的。虽然从长期看来，赌场总是最大的赢家，但谁不想在老虎机上试试运气呢？就算今天运气不怎么样，明天总会好些吧？这样的情况在股票市场上也时有发生。投资者会被这种难以抑制的乐观情绪所控制，根据非常有限的信息和其他人的观点、技巧来确定投资的对象。更有甚者，有些人甚至将信息完全忽略掉，一味地“跟着感觉走”，只凭直觉来做决定。

在一项名为“低技能与低洞察力”的研究中，来自康奈尔大学的两位教授贾斯汀·克鲁格（Justin Kruger）与大卫·唐宁（David Dunning）让一群本科生来辨别哪些笑话会引人发笑，然后对自己在这方面的能力做出评价。总的来说，本科生们都觉得自己在识别笑话上很有一手。若是对所有人进行排序的话，自己至少可以排进前三分之一。不过，这个研究的重点并不在于验证这些本科生的自我评价是否正确，而在于说明：一个人在自己不了解的领域，其盲目自信的程度竟有多高[①]！

而若一个人确实对某一领域略知一二，那么他的自信就很有

① 参与测试的人中没有人在做兼职说单口相声。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能会走向自大。我们总是倾向于高估自己的能力，如若不然，那为何绝大多数受访者都认为自己的车技要“高于平均水平”呢？另一方面，尽管是过去的那些决策使我们拥有了今天的地位和成就，这二者的联系究竟有多大呢？可我们总是坚信着自己的成就来自于自己的英明决策[①]！

然而，那些自信过头的专业投资者却总是非常的活跃。一有个风吹草动，便想当然地买进卖出。在有效市场假说下，投资者是不应如此频繁地交易的。可仅仅是道琼斯工业平均指数中的那 30 只股票，每天被转手的数量就高达 10 亿股。

反过来说，一个基金经理越是成功，他在投资时就会表现得越为谨慎。如比尔·米勒（Bill Miller）的基金，即莱格梅森价值信托（Legg Mason Value Trust），曾连续 15 年打败标准普尔 500 指数。但这只基金的年均资产周转率仅为 13%，也就是说，基金中的每项资产的平均持有期至少有七年。与此相反，那些兴起于 20 世纪 90 年代的投资基金则每天都会随股价的微小变动而调整资产组合。这些基金很少能存活到今天，而这也说明了其采用的投资方法的不可取。

在金融市场中，交易的数额越大，或市场越活跃，投资者的动作也就越多。我们总是把价格的变动看作是某种信号，觉得只

[①] 这里面就有大量的运气成分存在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要证券的价格变了，它的本质也就变了。而如果我们完全被这样的冲动控制住了，那我们所做的，就只不过是制造更多的市场“噪音”而已了。

1987 年 10 月 19 日股市大跌之时，标准普尔 500 指数在那一天内暴跌了 23%。在 1991 年，来自耶鲁大学的罗伯特·席勒（Robert Shiller）对个体投资者和机构投资者在那天的表现进行了研究。他发现，投资者们只是因为股市出现暴跌，就跟着把股票抛售出去了，除此之外什么依据都没有。

股价的急速下降导致了一个恶性循环。投资者慌不择路地争相从市场中逃离，却不会停下来想想，在暴跌的背后，股市的基本面是否真的发生了变化。而席勒的研究结果却表明，那段时期内没有任何的经济数据能够对股市的暴跌做出解释。

对于有效市场假说的支持者来说，“黑色星期一”是最令他们头疼的一个问题。因为除去投机、冲动和“旅鼠效应”外，再没其他因素能对这一现象做出解释了。“旅鼠效应”指的是，投资者在制定投资决策时就像旅鼠一样，只会跟着领头的旅鼠到处跑。他们认定领头鼠的决定一定是正确的，而至于为何正确，他们并不会去多想。

事实上，那些在黑色星期一抛售股票的投资者，就是在领头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鼠的带领下纵身跳下悬崖的旅鼠。摆在他们面前的只有死路一条。反倒是那些逆势买入的投资者成为了市场中最大的赢家。若是投资者有着足够的远见和魄力，在市场暴跌 20%之后，在星期二一早买进标准普尔 500 指数或是其他的市场指数，就可以在接下来的两天内获得 15%的收益！

一般情况下，投资者更愿意买入而不是卖出，而黑色星期一以及 2008 年秋天的市场崩盘则是少有的几次例外。当危机来临时，道琼斯工业平均指数与其他的一些指数都在剧烈地震荡着。投资者完全被恐慌情绪所控制，觉得已经到了非卖不可的地步。股市下跌和股市的内在价值之间没有任何必然的关系。悲剧的发生只不过是因为随市场形势的变化，贷款人提高了放贷标准，而对冲基金作为借款人，却有着过高的杠杆率的缘故。

总的来说，我们就像是旅鼠一样。我们把股票买进来，之后就紧握着不肯放手。我们总觉得卖掉好的不舍得，而卖掉差的又不甘心。从心理学的角度来讲，得到 1 美元的快乐，并不足以补偿失去 1 美元的伤心。

假设某人获得了通过掷硬币来赌博的机会。倘若正面朝上，他便可以获得 11 美元；而反面朝上，他就必须支付 10 美元。虽然从统计学的角度来看，规则的制定对他来说是有利的，但这个人更有可能放弃不玩。因为在他看来，11 美元的潜在收入，并不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足以补偿10美元的潜在损失。这也正是投资者不愿正视损失的原因之一，尽管他们可以利用这些损失，来抵消已得收益的应缴税款。然而，在1987年的那个黑色星期一以及2008年的9、10月份，我们却在股市中疯狂地抛售。这样的举动足以说明，在当时我们已经对市场转好全然放弃了希望。

要使我们的投资组合不受上述非理性行为的影响，唯一的办法就是建立一套理性的投资程序，将意气用事的可能性降至最低，并且保证在顺境或逆境中都能将这套程序坚持下来。作为投资者，我们要向奥德赛学习。他在航行时将自己绑在桅杆上，将同行船员的耳朵用蜡封上，以此来抵挡附近浅滩上的海妖所发出的致命诱惑。

构建理性的投资决策过程的关键便在于将暴露弱点的可能性降至最低。全球宏观投资法就很好地做到了这点。在进行投资时，投资者的每个决策都会对投资组合产生举足轻重的影响。而在全球宏观投资法的指导下，投资者只需做很少的决定，因此犯错误的几率也就低了很多。

要构建一个投资决策过程，你必须将归纳推理摆在十分重要的位置上。你要先进行独立的观察，然后根据观察的结果来得出相应的结论。归纳推理过程是这样的：我见过的所有乌鸦都是黑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，所以所有乌鸦都是黑的。而与归纳推理相反，演绎推理则从结论出发，然后再收集数据来支持想要表达的观点[①]。演绎推理是这样进行的：所有的鸟都会飞，乌鸦是鸟，所以乌鸦也会飞。

正如你所看到的那样，演绎推理是漏洞百出的。如一个专业投资者认为能源股在今年的表现会低于市场平均水平，并搜集了很多数据来支持上述结论。之后，他会向普通投资者宣布这样的结论，而投资者也会在相关数据的蛊惑下信以为真。可问题是，该专业投资者先入为主的观点，可能会使他忽视或是刻意避开了那些与其最初结论相抵触的信息。

与此相反，归纳推理则要求投资者在得出结论前对很多事情进行考虑。在这里不妨再举一下乌鸦的例子。在认定“所有的乌鸦都是黑的”之前，你应该研究下乌鸦的基因结构来判断白乌鸦出现的可能性，或是翻阅自然学家的考察报告看看白乌鸦是否被发现过。归纳逻辑会把你引到最终的结论，但也会使你考虑其他的可能。

策略投资者都是非常自信的专家，毕竟，他们都已经各自在投资界摸爬滚打了几十年了。但若不把归纳推理结合到策略制定中去的话，很难说他们会有怎样的业绩。没有了归纳推理，他们给出的建议虽然有精心挑选的数据做装饰，但也只是想当然的结

[①] 罗伯特·盖茨曾因此而批评过我。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论而已。

在当今社会，数据的获取非常容易。那些思维不严谨的人随便有个什么想法，就可以找出大量的数据来对其进行论证支持。

说到信念的力量，最好的例子莫过于美国人对悍马的迷恋了。悍马本是一种军用车，它的耗油量极大，行进时甚至能把道路拱起。悍马停车很不方便，而且也很不实用。可尽管如此，悍马的拥有者都是悍马的忠实粉丝。在他们看来，驾驶悍马是一种爱国的标志。尽管伊拉克的局势一再升级，石油价格也在飞涨，悍马的支持者依然对自己的座驾钟爱有加。不过在我看来，悍马最终会因为花费太高而从道路上消失的。而直到悍马的光环尽数散去，悍马的拥有者才会去使用环保型的混合动力车。

当然了，归纳推理也不是完美无缺的。不能因为自己见过的乌鸦都是黑色的，就说明所有的乌鸦都是黑色的。也有可能在世界的某个角落，有黑白条纹的乌鸦正在飞来飞去呢。我没有见过这种乌鸦，而且也觉得这种乌鸦并不存在，但若让我走遍全世界去搜寻例外的样本来证明我和所有我认识的人的观点是错误的，则是非常不理智的。因此，如果证据充足，我就可以得出结论，认定乌鸦是黑色的。

只有在数据的基础上进行投资决策才是合理的。只有这样，投资的结果才是可以被预知的，因为它已经经过了时间的检验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种基于数据的思维模式可以为我排除掉很多不必要的情绪干扰。我可以根据那些可靠的数据来做出正确的投资选择。在这样的模式下，我就可以使自己不被那些先入为主的观点所控制，进而为这些观点搜集相关的数据[①]。

当市场正处于暴跌之中时，接二连三的坏消息可能会因为杀伤力太强而使你一时难以承受。先是雷曼兄弟破产，紧接着众议院又出人意料地否决了救援银行业的方案。这些信息都是在我的承受范围之外的。国会没有同意 7 000 亿美元的救援方案，道琼斯指数应声下跌八个百分点，投资者因此在市场上损失了 10 000 亿美元。

这样的局势是我没有料到的。那时我正坐在自己的办公室内，为我的客户撰写投资月报呢。有记者打进电话来问我，接下来会发生什么。到底会发生些什么呢？我也疑惑了。

我看着桌子上的报价终端，着实被上面的数据吓到了：道琼斯指数竟然大跌了 700 点！我的第一反应是愤怒。难道国会不知道事态的严重性吗？难道他们不明白，信贷业的倒下会导致整个金融系统的崩溃吗？我起初是愤怒，后来又有些害怕。而在一周之后，这样的市场局势在我看来，已经是一次绝佳的买入良机了。投资者在恐慌中将质量参差不齐的股票抛回给了市场。而即使是

[①] 例如，我就不会以抛售股票的方式，来回应市场在 2008 年的那次大跌。我会先对经济基本面的情况进行观察，再来决定接下来的策略是什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些质量上乘的股票，其价格也跌到了与“劣质股”相当的水平。

若想构建一个投资程序来帮助你度过上述的恐慌风暴的话，你就必须要认清市场中的各种信号。作为投资者，你在把握投资机会的同时，还要尽可能地避免风险的侵扰。

时间回到 1999 年年底。那正是网络泡沫将破未破之时，很多投资者还在一边喝着酷爱（Kool-Aid），一边对“新商业模式”幻想不已。有的策略投资者其实已经对过高的股价有所警觉，却不敢说，怕这样的熊市言论会让自己丢了工作。

但是，只要在那段时间里，稍稍留意下联储定价模型[①]就会发现，到 1999 年第四季度时，股票价格已经比模型定价高出了 70%。尽管该模型的准确度还有待考察，但市场偏离正轨的程度如此之大，这一点就足以引起所有人的重视。后来发生的一系列事件也证明了上述结论的正确性：在接下来的三年内，标准普尔 500 指数下跌了 33%，而纳斯达克综合指数下跌了 56%。

也许你会觉得基于数据分析的投资方法太过枯燥了，但这样的投资分析却比凑热闹扎堆的投资模式安全得多。你要学会和数字打交道，因为构建可靠的投资组合的关键就在于找到可靠的数据做支撑。

[①] 该模型在对比市场收益率与当下 10 年期的国债利率的基础之上形成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章 指标识别

20 世纪 20 年代的一天，英国著名数学家 G.H.哈迪（G.H. Hardy）去探望一位病重的后辈，自学成才的天才斯瑞尼法撒·拉马努金（Srinivasa Ramanujan）。拉马努金的家位于伦敦的普特尼，在去往那里的路上，哈迪注意到他乘坐的出租车的牌照号是1729。

到家之后，哈迪向拉马努金说起了这件事。他觉得这个牌照号“看起来很不吉利，希望不会是一个坏的兆头”。而这位来自印度的数学家，却马上察觉到了这个数字的非比寻常。他回答说：“有些数字可以通过两种方式分解为两个立方的和的形式，在所有具有这种性质的数字中，1729 是最小的一个。”直到今天，拉马努金仍被认为是世界上最伟大的数学天才之一。

不过，如拉马努金那般跟高中生看一年级识字课本一样，将数字玩弄于股掌之间，只有少数人才可以做到。电话号码对于他们来说，并不是一组随机数字的组合，而是一系列的质数和合数按照某种模式的排列。他们谈论数字以及数字的各种性质，就像是我们谈论天气一样的稀松平常。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们中的大多数人怕是永远都不会有机会去参加国际数学奥林匹克竞赛，更不必说在竞赛中赢得一枚金牌或是设计出新的数学证明方法了。但是通过足够的努力与充分的练习，我们还是可以将对数学的恐惧丢进垃圾桶中，将那些不利于投资的坏习惯通通改掉，在由数字指标构成的世界中尽情遨游。

那么，什么是指标呢？指标就是用来描述数字，尤其是成组的数据的一种工具。指标可以给嘈乱的投资决策过程带来一些秩序与规矩。每当我坐下来分析一只颇有投资前景的股票时，总会对一长串的指标加以关注。这其中包括市盈率、换手率、个股在整个行业或整个市场中的表现、公司在盈利以及收入上的成长性[①]、公司生产的产品或服务是否受消费者的青睐，以及当前的经济趋势是否会对消费者的购买决策产生影响等。

这个单子还可以列得更长。乍看之下，确实有点吓人。里面用到的那些行业术语，只有在电视节目中才能听到。节目里的那些理财专家总是将这些术语挂在嘴边，来显示他们的学识是多么的渊博，他们对华尔街有多了解。

事实上，指标只不过是一个工具而已。在它的帮助下，投资者可以对原始数据加以分析，赋予它们意义和解释力。离开了指

① 在绝对及相对意义上的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

律。这也就意味着，你有可能永远也不会以最低的价格买入，还要学着接受所做出的交易只能是相对划算的现实。你要时刻记着提醒自己，要到 12～18 个月，甚至更长的时间之后，被低估的市场才能将被高估的市场斩落马下。

需要证据吗？在 2002—2006 年间，罗素 2000 指数的表现就明显优于标准普尔 500 指数。虽然这样的情况并非完全是非理性的，不过，到了 2004 年年底，罗素 2000 指数的市盈率就已经超过标准普尔 500 指数了。这也使得投资分析师们纷纷宣布，小盘股的荣景就要结束了。

可出人意料的是，小盘股非但没有应声倒掉，反而继续比蓝筹股表现优异。这样的情况一直持续到了 2007 年 4 月。对于那些根据定价信号进行操作的投资者来说，他们的耐心最终还是得到了回报。不过，若是能等到更多要素发出同样的信号之后再做决策，还可以经历更少的不安与焦躁。

在接下来的关于五个要素的讨论中，你肯定不会感受到像收看 CNBC 一样的紧张和刺激。希望发生在 2008 年秋天的市场崩盘已经让你对那样的紧张刺激心生厌恶，反而更愿意接受短期的波动，而去耐心地追逐长期收益了。重要的市场转折并不是一夜之间就能形成的，也不会每隔三个月就发生一次。运用基于要素

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资方法进行投资，就像是坐等油漆变干一样的平静、无趣。然而，最近的市场变化却告诉我们，紧张刺激对于投资者来说，也很可能正意味着危险。而运用全球宏观投资法，则会使你构建的投资组合在抵御风险方面变得更为强健。

在对五个要素进行了大致的介绍之后，现在是时候对每一个要素的内在机理进行讨论了。在接下来的五章中，我会向你介绍如何对这些要素进行考虑。此外，我还会指导你去解读每个要素对于市场的意义，去理解构成要素的各组数据的特征指标。这些对于一名投资者来说才是真正重要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章　要素之一：态势——与趋势为友

如果有一件事是华尔街所乐意为之的，那便是创造格言了。“别与美联储作对”，有些市场老手警告道；“千万别跟纸带过不去”，另一帮人则如此提醒着。后者所说的纸带，是指在交易时段由打印机嘀嘀嗒嗒打出的包含着各类股价信息的长长纸条。在当前这个端坐电脑前轻点鼠标即可轻松获取股价信息的时代到来之前，这些纸带乃是获取股价信息的最佳来源。当市场急剧震荡并一路下滑时，弱市将更加疲弱。这便是“与趋势为友”一语在华尔街被奉为格言而广泛使用（乃至过度使用）的原因所在。

这些格言所共同强调的是：关注态势，尤其当态势正主导着市场行为时。还记得我们曾在周六、周日早上看过的老掉牙的卡通片《落跑者》吗？落跑者沿着公路飞速逃跑，而倒霉的威利·可尤特则在后面没完没了且希望渺茫地追赶着。在每一集里都有那么一刻，威利·可尤特已非常接近落跑者，但却因为一心追赶猎物，而没有意识到自己在狂乱之中已经掉下了悬崖。当它发觉时，却为时已晚，因为脚下已经没有稳固之物可供攀附了。于是它急忙掉头，强烈挣扎着以图回到路面，但终究徒然，只能无奈地坠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入深渊。而作为胜利者的落跑者则兴高采烈地继续前进着。

对于我们的第一个要素——态势，其复杂程度与上述卡通片中的情节几乎相差无几。在卡通片中，威利·可尤特鲁莽的行动导致它一次又一次地掉下悬崖。华尔街的格言也告诉我们，试图让态势听从我们的意志只会让我们身临险境。况且你并不能像卡通中虚构的威利·可尤特那样，跌入深谷而完好无恙。要知道，即便威利·可尤特坠落悬崖，但在下一集中却总是能奇迹般完好无损地重新出场。而在投资决策中，如果投资组合出现失误，往往并不能迅速得以修复。

忽略态势是愚蠢的，但对态势着迷也是很危险的。或许你要问，如果态势是我们的朋友呢？那就听听我母亲以前常在我耳边念叨的一句话吧："如果你的朋友跳下了悬崖，你也要跟着跳下去吗？"。

趋势（Trends）主导着金融市场，而态势（Momentum）则决定着那些趋势。与趋势为友并不意味着盲从。你必须判断出趋势将在哪一时点上成为历史、改变方向，或突然消失。经济学家和投资专家们年复一年地发布着分析报告，以预测市场上这个或那个趋势的走向。通常这些报告都很激动人心，因为要是告诉读者和观察家们股票市场将沿着原有趋势发展，就不会有人理睬这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些报告了。毕竟，只有新东西才能吸引市场的注意力。相反，如果一个预言家做出惊人的预测，如道琼斯工业平均指数将翻一番，并且给出一个看似合乎逻辑的理由，那么该预测将非常吸引眼球。

到你周边的书店里转转，你会发现角落里堆积着一些未售出的、过时的精装版图书，一些曾被炒作成当年的必读之作的图书。在书堆里，你将看到一本沾满了灰尘的、由大卫·艾勒斯于 1999 年 6 月出版的书，书名很有煽动性，叫做《道琼斯指数 40000 点：史上最大牛市的赚钱策略》。但我们都知道，在随后不到一年的时间里，投资者们已经在因这个最大牛市的破灭而备受折磨了。即使是在几年之后，道琼斯指数也还离 40000 点差很远呢。随后市场上又出现了另一本书《熊市投资策略》。具有讽刺意味的是，这本书第一版于 2002 年 7 月问世，几个月之后便开始了一个为期五年的大牛市。追逐趋势的结果，由此可见一斑。

一旦你开始思考预言家们那些支持其预测的论据，你会发现这些论据大多是互相矛盾的，进而你会逐渐意识到那些预测有很多都是错误的。例如，2005—2006 年，有许多分析家预测小盘股的反弹很快就要结束。然而正如我在第 6 章中讨论过的，小盘股的走势月复一月地比标准普尔 500 指数要好，这种情形一直持续到了 2007 年。诚然，我也曾时不时沉湎于这样的诱惑，去预测某

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一趋势即将结束，如预测不动产信托投资基金（Real Estate Investment Trusts，REITs）将在2005—2006年陷于停滞状态。不过在金融市场上行动过早也会犯错。即便是最成功的、经验最丰富的投资者，也曾有过这样的经历：他们认定某一类资产被高估或即将遭遇周期性大跌，但事实上该资产却一路上扬，让人大跌眼镜。

事实上，趋势要比我们想象的有力得多、有弹性得多，也比我们认为的持久得多。这就意味着投资者很容易犯两类资产配置错误，它们都将降低我们制定有效投资策略的能力。

第一类错误我已经在前面提过，反弹行情持续的时间越久，股价的变动范围越大，投资者就会变得越紧张，越容易单方面认为反弹即将结束，而实际上反弹趋势还要等很长一段时间才会真正结束。

第二类错误是，太过沉迷于某一波行情，即使其他投资者都已清仓离场，却还舍不得离去。市场趋势可能会使投资者情绪高涨，但它自有其运行规律，并不受这些情绪所影响。弱势经常会更加疲弱，牛市则总是慢腾腾地上升，如果你表现出丝毫的不耐烦，代价都将非常巨大。在2005年年初，不动产市场的基本面使不动产投资信托（REITs）看起来像一个成本巨大且风险很高的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资对象，作为一个关键的估值指标，公开交易的不动产信托收益率与 10 年期国债收益率相比，已经降到了历史低点，但向上的态势仍然支撑着当时的交易。例如，彭博不动产投资信托（REITs）指数在 2005 年上升了 11.6%，在 2006 年上升了 33.9%。直到 2007 年出现估值问题，态势才最终被打断。

任何模型如果不注重态势，只强调其他各类因素，即使包含了基本面因素，这个模型也是有致命缺陷的。没错，关注其他因素可使你注意到一些潜在的问题，但是只有态势才能告诉你关于指数修正和反弹的信息，错误地解读态势和忽略态势一样，都非常的危险！任何在 2000 年年初认为前几个月的态势将持续到春、夏两季的人，都将在网络泡沫最后破灭时付出惨重的代价。就像在 1996 年年末听信了格林斯潘对“非理性繁荣”的警告的人一样，最终会失去长达三年的股票投资收益。所以，要想成为一个成功的全球投资者，其关键是在市场低迷且将要上涨时买入，同时要避开那些定价过高的股票。当然，你也需要考虑其他因素，如要关注基本面以区分不同的市场。但只有态势因素可以帮你在以下两步中取胜，即估计出股价何时将会变化，然后据此调整你的投资策略。

如果一个经纪人或投资顾问帮你选择投资组合，他可能会提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

醒你很多，如在大部分时间尤其是熊市期间要投资于股票市场。历史数据显示，牛市中大约 30%的上涨发生在该轮行情的前三个月中。在此期间，如果反应迟钝，损失将非常大，你将错过很大一笔利润。但调查表明，即使是最优秀的投资者其实也很难预测市场的走向。这就是为什么专家们尖酸地把“择机交易”视为必败策略的原因之一。另一个投资于股市的原因是，股票市场的上涨趋势通常比下跌趋势持续的时间要长。在过去的 50 年中，构成道琼斯工业平均指数的 30 只成分股在 129 个季度中实现了盈利，而仅仅在 74 个季度中出现了亏损。

虽然历史数据表明，如果本季度你的投资是盈利的，那么下一季度，继续盈利的概率将只有 53%。但真正让投资者坐立难安的却是指数整体下挫之时，该如何坚持着持仓不变，而这也是投资顾问在熊市中经常给出的投资建议。没错，典型的下降趋势可能很少，持续时间也更短，但却能给投资者带来巨大的损失，远远高于上升趋势中所能获得的收益，因为乐观的情绪需要经过数月乃至数年的积累方能渐至顶点，而恐慌却可在一夜之间让所有的人都陷于崩溃。在过去的 50 年中，道琼斯指数有五个为期三个月的剧烈波动期间，其中有三个期间该指数都在剧烈下跌之中。最糟糕的一次发生在 1987 年的第四季度，其间道琼斯指数狂跌了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

25.3%。(如果未曾经历过 1987 年的大跌，投资者可能会觉得 2008 年的秋天已经非常可怕了。可实际上 2008 年第三季度道琼斯指数只下降了 18%不到。)

我们可以这么认为，你所学到的其他度量指标只能告诉你牛市已经持续太久，或者某两类资产之间存在的价差即将被市场修正。自然而然，你会渴望投身其中，建立头寸，从那些被高估或低估的股票上赚上一把。但在行动之前，你得问问自己，是否打算像卡通中的卡尤特那样，要对态势法则不管不顾，掉入深谷落得个粉身碎骨的下场也在所不惜。不然的话，你就得去找找，看看有没有一种方法能够帮你有效地应对趋势了。如果你能发展出并运用好一整套的态势度量指标，你就可以更加准确地找到市场切入点，也能更为审慎地选择卖出时机。如果你能恰当地运用这些态势指标，你就为自己装备了一套有效的制动器：即使没有其他指标可供参照，你也能放慢脚步，及时转向，免得掉下了悬崖。

态势是理论与实践的结合点。即使从其他四个要素所提供的信息，投资者已经推断出了某一特定市场定价过高、处于高估状态，但这一结论仍然仅仅是理论上的。只有当观念变为现实，这一结论才真正有用，才能成为行动的依据。当投资者不再仅仅对市场风险徒加担心，而是开始卖出股票以求自保时，这才算得上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是在应对现实。当态势改变之时，如果你掌握了态势因素，你就能准确地预见到市场转向的速度和力度,并在恰当的时机采取行动。

而技术派投资者则对趋势太过依赖。他们以一种近于宗教信仰般的热情在使用着我们通常都会用到的一些态势指标，如股价图等。而且，他们会忽视其他一切因素的作用。

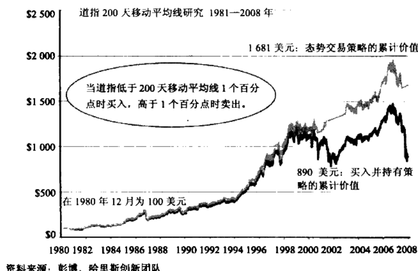
我的观点是，你应该走中间路线，采用一些关键的技术分析方法来掌握态势、趋势，同时也要关注其他因素的作用。对技术派投资者而言，其武器库中最重要的装备就是 200 日移动平均线了。其计算方法为对某只股票（债券、指数）最近 200 个交易日（差不多横跨 1 年的时间）的交易价格求算术平均。它通常用来区分某一股票或指数的价格在技术层面上是否合理。

有了 200 日移动均线，我们就可以把一只股票的价格与其做比较。如果其他因素也表明小盘股适合买入，而且罗素 2000 指数（或者其他可用以评估小盘股股价水平的类似指标）又在 200 日移动均线之上，我认为这将是一个买入小盘股的可靠信号。只要指数水平保持在 200 日移动均线之上，就表明牛市行情仍在继续当中。而指数水平跌破 200 日移动均线，则是一个卖出信号。

这指标非常有用，即使你不通过其他指标去验证，而仅仅使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用它，也没有什么问题。我在哈里斯私人银行（Harris Private Bank）的团队曾做过一项研究，我们发现，一个依据 200 日移动均线做决策的投资者，其业绩要明显优于执行“买入并持有”策略的投资者。具体来说，如果某人从 1980 年 12 月开始投资于道琼斯指数的某些成分股，在股价高于 200 日移动均线 1%时买入，在股价低于 200 日移动均线 1%时卖出。如果初始投资额为 100 美元，那么到 2008 年 12 月，该项投资将累积到 1681 美元[①]。而执行“买入并持有”策略的投资者，同样的 100 美元初始资金，到期末其总额仅为 890 美元，如图 7-1 所示。



资料来源：彭博，哈里斯创新团队

图 7-1 “买入并持有”型投资者与态势投资者的业绩比较

① 如果用该策略投资于其他股票，也能获得 4%的年平均回报率。

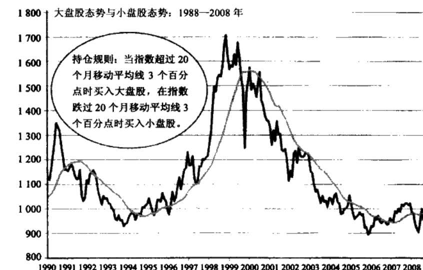
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

移动平均线不仅能在单个市场上用以识别进入和退出的时机，也可用以在两个市场间做比较。而且，相对市场趋势要比单个市场的趋势更为持久。所以，如果你想知道小盘股是否比大盘股更适合购买，而非仅仅想知道小盘股是否适合购买，你需要在更长的时间跨度上使用该度量指标。例如，从 1999 年末—2006 年间，那些购买了作为小盘股代表的罗素 2000 成分股的投资者，与那些购买了作为大盘股代表的标准普尔 500 指数的成分股的投资者相比，前者的收益率要比后者高 80%。在此期间，标准普尔 500 指数只上涨了 24.2%，而罗素 2000 指数却飙升了 104.9%。

正如我所注意到的，投资专家们特别期盼这个没完没了的趋势早日走到尽头。最后，以罗素 2000 指数为代表的小盘股的市盈率达到了标准普尔 500 指数中股票市盈率的 8 倍。小盘股似乎不再遵从重力法则，或者至少不遵从价差逐渐缩小的原则，它们的价差正日渐扩大。但是若研究 20 个月的移动均线，投资者就能更好地预测出转折点将在何时出现。2007 年第二季度的情况便是如此，最早出现的信号是标准普尔 500 指数突破了 20 个月移动均线，与 1999 年 12 月的情景相对照，当时小盘股突破了大、小盘股相对收益的 20 个月移动均线并随之开始了一段不俗的表现。随之而来的是大盘股的表现时间，此后大盘股几乎全线飘红，甚至在股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票市场急转直下的 2008 年秋季也依然势头不减，如图 7-2 所示。



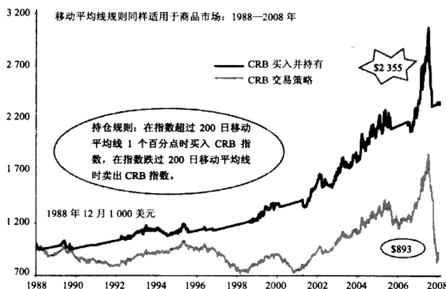
资料来源：彭博，哈里斯创新团队

图 7-2 大盘股比小盘股表现更佳

相对于股票投资者而言，商品期货投资者要更为偏爱技术分析，或许是因为商品期货的价格趋势比其他市场更为持久吧。我的团队曾对 1991 年 3 月—2008 年 3 月的道琼斯商品期货指数做过估值研究。我们发现如果某一季度盈利，那么下一个季度盈利的概率是 59%；而如果某一季度亏损，下一季度也出现亏损的概率则只有 39%。很明显，在商品期货市场上，态势的力量非常强大（时机也很关键），其对投资收益率的影响非常的大。例如，如果一个投资者按我上文所提出的方法运用 52 周移动平均线进行投资决策，在商品期货市场价格的基准指标（CRB 指数）高于或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低于移动平均线一个百分点时买入或卖出。若投入 1 000 美元作为本金，在 1988 年 12 月—2008 年 12 月的 20 年间，这笔投资将增值到 2 355 美元①。而对于执行“买入并持有”策略的投资者来说，1 000 美元的初始投资到期末便只剩下 893 美元了，如图 7-3 所示。



资料来源：彭博，哈里斯创新团队

图 7-3 “买入并持有”投资策略与根据 52 周移动平均线进行投资决策的对比

移动平均线不仅能告诉我们市场指数的调整方向，还能告诉我们其调整的速度。但是过程导向的投资者不能仅仅满足于此，他应该知道更多的信息。就好比你看到一辆汽车在高速公路上飞

① 前提是如果在这期间的某一时期，期货市场的投资回报率过低，投资者将把资金转而投资于国债，以获取 4%的年收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

驰时，你需要知道司机是否经过高速驾驶培训、司机是否在酒后驾车、车的性能怎样、是否会中途没油、天气条件及路况如何、前方是否有导致车子戛然而止的障碍物，如此等等。在金融市场上，导致某一特定变化的力量会显得特别关键。因此，整天关注着交易模式的交易员们需要反复计算，以确定有多少股票的股价参与了变动，有多少投资者参与了交易，交易量有多大，然后才能估计出一个大规模的反弹会持续多久，一个大的卖出指令的影响会有多大。如果交易量很少，而且股指上涨仅仅是由几只股票在推动，交易员便很可能会对这一波上涨行情视若等闲。类似地，他们也不会因感恩节次日的卖出指令而感到恐慌，因为这时大部分的投资者都还在度假呢。

相对于仅仅关注股价指数的变化，了解股票市场股价变化的宽度，即有多少股票参与了变动，将能告诉我们更多的信息，以确定市场大幅调整的内在机理。虽然芝加哥小熊队曾从他们长达 100 年的获胜记录中分析出一些令人印象深刻的胜利特征，并将这些研究成果首次应用于 2008 年的一些比赛当中。但是运动爱好者的目光应该不仅仅停留于这些胜负比率，他们应该关注运动领域的宽度指标，如击球手、投球手的能力，球场设施的状况等，他们应担心的是这些能力与设施配置是否能得以保持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

测算市场宽度以及某一市场趋势的强度的一个好办法是研究涨跌线（The advance/decline line），通常通过上涨力量与下跌力量的比值来计算。正如其名字所显示的，涨跌线的数值通过计算某一指数中有多少只股票在上涨，有多少股票在下跌，并将其相除而得。虽然许多跟我一样专业的基金经理并不会对股票指数 1%的变化有多在意，但某些场合之下 1%的股价变动确实要比另一些场合下的变动显得更为显著些。就我个人而言，我宁可在道琼斯指数上涨 1%，且除了 2～3 只股票之外的几乎所有成分股都上涨 1%的情况之下，去赚取那 1%的利润。

“涨跌线”可在任何指数、任何市场的基础上进行计算。参与者的范围越广，股票走势图将越陡峭，对技术类分析家来说，牛市的信号就越明显。这一态势指标能告诉你技术派投资者对趋势将持续下去的坚信程度。如果一个以原油股为主的商品期货指数（如高盛指数）出现大幅跃升，你并不能据以认为商品期货市场的牛市行情已经到来。相反，你应该仔细观察，看看原油期货是否是唯一正在上涨的期货。果真如此的话，你就不应该把这视为商品期货市场的度量指标，而应将你所持有的原油期货全部售出，以寻求稳妥的投资方向。要是不仅仅原油期货在涨，其他商品期货，如大豆、猪肉、银、铜等通通都在上涨，那你就可以放

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

松身心好好庆祝一番了。

为了检验这一指标在现实中是否有用，我们可以回顾一下 2004 年秋天的情景。当时出现了一次大跌，这让投资者很是担心为时两年的股市反弹是否就要结束了。从 9 月中旬到 10 月底，30 只道琼斯成分股一直在与可能出现的高利率和低流动性做着顽强的抗争。9 月 14 日，道琼斯指数收于 10318 点；10 月 30 日，道琼斯指数下降了 2.8%，收于 10027 点。但任何一个追踪态势指标的投资者都深信着牛市行情并未终结。事实上，虽然出现了下滑，但涨跌线依然给出了上涨信号，上涨股票的数量远多于下跌股票的数量。面对市场下跌当然并非乐事，但关注态势指标的投资者将处在有利位置，他们可以据之而克制自己，以免做出一些将令自己追悔莫及的决策。的确，任何把暴跌视为买入信号的投资者在新年之际都能找到更多值得庆祝的理由。从 2004 年 11 月初到当年年底，道琼斯指数上涨了 11%。这一涨势足以让那些易于激动的投资者惊喜万分了，但那些采用态势指标指导投资的投资者对此则见怪不怪。

有时我很是想不通：为什么有那么多的投资者只关注事情的表面，而不怎么做深入的了解与思索？我们可以把这一认识过程比作一次乡间徒步旅行。期间我们遇上了一条不太宽的小溪或小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

河，从河岸这边都能轻松地看到对岸，但在视野之内却找不到一座桥。这时最简单的过河办法就是脱掉鞋子趟水过去。但是假如我们面对的不是一条小河，而是一条不宽，但水很深、很急的河流，又会怎样呢？如果我们还是脱鞋过去的话，可能走到一半就被水冲走了。同样，在进入市场之前，我们需要收集尽可能多的信息，这些信息不仅涉及市场的基本面，还要能解释市场上的任何变动。而这些，便只有诸如涨跌线这样的宽度指标能做到了。

当宽度指标提供的信息与市场指数的变化不一致时，宽度指标会显得尤其有用。在明显的牛市或熊市行情中，相反的信号很难被观察到，更不要说破译出来了。然而这些信号还是能够被认出来的，并且很有价值。如在 1996 年 11 月，我注意到标准普尔 500 指数的涨跌线开始下降。越来越多的股票正在下跌而非上涨，表明支撑股市上涨的力量正在慢慢消失。随后数年，好些技术指标都在不断开创着新的纪录，如道琼斯工业平均指数先后飙升到 7000 点、8000 点、9000 点。期间只有偶尔几次外部事件减缓了指数上涨的步伐，如新兴市场危机、1998 年的长期资本管理公司危机。

但是我尽力不让自己被道琼斯指数的变化趋势所迷惑，虽然该指数的股票在各个行业中都很有代表性，但该指数总共也就 30

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只股票。我更关注的是标准普尔 500 指数中的股票，因这一指数中所含的股票数量更大，范围更广，计算这一指数的涨跌线也更有意义。我发现，随着该指数的每次创纪录的增长，市场参与程度其实反而是在下降。在 1999 年年底，标准普尔 500 指数的股票中只有 155 只比指数的走势要好，表明投资者对 2/3 以上的股票的未来增长前景不太看好，任何人如果看到这一现象都会意识到熊市阶段已在酝酿之中了。如果有人对股票市场的历史记录感兴趣的话，分析过程就会变得更为容易了。回顾一下 1987 年的情景，伴随着道琼斯指数在数月之中不断创造新高直至最终崩溃，涨跌线指标一直都在发出预警信号。

一般情况下，我运用宽度指标是为了决定在什么时候以及要不要将钱从股市、债市或其他市场中抽出来，而不是为了告诉自己不同资产的优缺点。如果某一市场定价过高，市场运行状况又在遵从态势指标而非基本面指标，宽度指标的恶化通常便是退出跟风潮的信号。宽度指标的分析方法也可用于分析其他资产，包括商品期货市场。如在 2000 年，道琼斯商品期货指数上涨了 24%，但是该指数的 20 只成分期货中，上涨期货的数量却由 12 只下降到了 10 只。这些信号给商品期货的投资者发出了一条混合信息：期货指数从态势上来看是牛市，但是，也需要认真考虑态势下滑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的可能性。如果投资者考虑了这条信息，他就会对 2001 年期货指数暴跌 22%有所准备了。当然了，我并不是说宽度指标本身就可以被视为卖出信号，但它们至少在一些趋势转变之前就会先行变动。过度的波动正是商品期货类投资让人紧张的原因之一。商品期货市场跟外汇市场一样，很难确定一个公平的市场价格。如果你有很强的愿望将资金投向猪肉产业或天然气行业，那么，你就需要学会大量的态势指标，特别是那些能提供市场宽度信息的指标。

用宽度指标测度市场的内部力量，你就可以弄清对某一给定的资产种类或部门，态势因素的影响到底有多大。态势指标也会提醒你要透过现象看本质。投资者一般很关心某股票的价格是否正在创下 52 周以来的新高（这些数字往往会出现在最新的报纸上，以及网上的在线股势图上，CNBC 的主持人也很喜欢引用这些数字）。其实你更应该关注在整个市场上，正在创下 52 周新高的股票有多少？又有多少其他股票正在创下 52 周新低？这些数据其实更有价值。如果我看到某股价指数正在创下新高，而且它的大部分成分股的价格也都正在创下新高，那么我将更为坚信牛市已经到来。而如果正在创下 52 周新高或新低的股票数目很少，那就是一个警示信号了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诺曼·福斯百克是一个投资分析家，同时也是佛罗里达州《福斯百克基金预言者》期刊的总编，他设计出了一种新的指数来衡量市场什么时候是牛市，什么时候是熊市。当他设计的指数上升时，便表明市场上有很多股票正在创下新高，同时也有许多股票正在创下新低。这也表明市场的宽度趋势是不可持续的，因为市场上的股票各自表现不一。他的理由如下：在正常环境下，一定会有大批的股票要么正在创下新高，要么正在创下新低。当市场上扬时，如果正在创下新高的股票并不多的话，但至少表明另一些股票的股价非常稳定。即使某些股价没有变化或者有轻微下调，至少它们没有创出新低。对于福斯百克和他的支持者们而言（其中就有我），这意味着只要有足够多的股票处于牛市行情，投资者即可认为这一行情是可靠的。

所有的这些态势指标都能帮你制定宏观层面的投资决策，以取得最好的投资收益（正如我在第 1 章中所解释的）。恰当地运用这些原则，你会在做决策时更为自信，你的投资也会更加安全。我们每个人都渴望收益最大化，但我更希望在实现这一目标时能将恐惧和风险降到最低。如果你懂得使用态势指标，并且知道该何时使用它，你就能发现市场趋势转变的早期信号。关注态势能大大提高你的收益水平吗？当然了。现在假设你是一个处在 1990

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年年初的投资者，你认为衰退行将结束，而科技股将会持续走高。假设在研究过市场基本面之后，你发现这一类股票不管是从绝对估值还是从相对估值来看，都被严重的低估了。如果你采取行动，投资于纳斯达克 100 指数并持有到 2007 年年底，那么每投资 1 000 美元，到期末你将能净赚 9 797 美元，也就是说年收益率将达到 14.4%。这一收益水平足以让大多数投资者高兴得手舞足蹈了。

当然，你在此期间也得承担巨大的风险。这并不奇怪，因为 2000—2002 年也包含在其间，而这三年是科技股最为糟糕的时段。这一资产组合的年波动率高达 26.4%，风险高到会让你把衣服都输掉。如果你能预知好日子到 2000 年年初就会结束，那么与一直持有该资产组合直到复苏到来相比，你的收益水平将更高。如果你能在 2000 年 3 月股价达到最高值时卖出，那么每 1 000 美元的投资更是会为你带来 22 244 美元的收益。

如果态势指标运用得当，你可以更及时地清理掉手中的垃圾股票，该原则比其他任何原则都要可靠得多，但是我这样说并不意味着所有据此操作的人都能成为亿万富翁。然而话又说回来，任何人在那动荡的 17 年中只要按照 50 日移动平均线指标操作，在纳斯达克指数超过该指标 1%时买入，在纳斯达克指数跌破该指标 1%时卖出的话，1 000 美元的初始投资，在期末将获得 10 119

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元的回报。算起来，这相当于 14.6%的年收益率，并且标准差只有 17.2%。换句话说，如果按照我们所给出的指标操作的话，你将获得更高的收益，而且睡得更加安稳。

态势指标发出的信号越怪异，便越有价值。让我们假设有这样一个投资者，他根据态势指标而做出决策。那么相应地，他会得到更高的投资回报，无论是在考虑了风险因素之前，还是在考虑了风险因素之后。可假如他在投资于纳斯达克时，只有当 50 个交易日内创出新高的股票的数量高于创出新低的股票的数量时，他才会买入并持有纳斯达克股票。那么，他就过于看重该指标了，即使该指标是态势指标。这一策略也太过谨慎，他的年度收益率将仅有 9.1%，亦即每 1 000 美元投资仅能获利 4 419 美元。毫无疑问，如此操作虽然控制了风险水平，但也降低了潜在收益水平。

就我个人而言，我不愿意过分谨慎，以致让我的客户错失掉许多本可以获得的收益。所以我倾向于把高—低比率指标（High-low indicator）视为众多指标中的背景变量，把它当成驾车时仪表盘上的警示灯，只有当它发出警告信号时才会去关注它。在一般情况下，我将不会过多地注意高—低指标，除非该指标所给出的信号与其他态势性指标发生了冲突。我对每一个与基本分析结论相冲突的指标都给予特别的关注，我会据此对原有分析结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论再做斟酌。

在金融市场上，态势因素是投资决策时一个无法回避的重要决策依据。不过，没有任何金融市场是独立于外部世界而单独存在的。外部世界的变化不断影响着金融市场，就像我们在次贷危机和随之而来的信贷紧缩、股市狂跌中所看到的那样。因此，要做出正确的投资决策，我们还需要了解更为广阔的经济环境——经济形势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章　要素之二：经济形势——良好还是不利

2007 年 9 月初的一个早晨，天气非常炎热，交易员和投资者们早早就走出了家门，急急地赶往办公室，去准备开始新一天的工作。他们焦急地等待着劳工部将于这天早上发布的报告。这份公告将披露 8 月份的就业率变动情况。虽然这一报告在每月的第一个周五都会发布，但是今天的这份公告却非同寻常。经济学家们正在寻找不动产业的悲凉情绪向劳工市场蔓延的信号，他们仍抱有侥幸的心理，盼望看到上个月整个经济体系新增了 10 万个工作岗位。

但结果却并非如此，早上 8 点公布的报告显示，上个月全国共有 4 000 名雇员被雇主裁掉。更糟糕的是，修订后的 7 月份的就业数据也不容乐观，该数据显示 7 月实际新增的就业岗位要比劳工部先前的估计数少得多。该报告公布之后，从华尔街到华沙，各个股市都在暴跌；无论在西雅图，还是在上海，投资者都在匆忙地寻找着退避之所。

这到底是为什么呢？为何当经济形势不好，就业岗位减少时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你的投资计划会受到影响？只要你的工作、你的家人及朋友的工作没受影响不就行了吗？

这一说法看似合理，但在现实中，却没有哪个敏感的投资者胆敢忽略外部经济环境的变化。在 2007 年的炎炎长夏中，投资者们学到了他们的先辈也曾一次次学到过的教训：经济事件和趋势对金融市场和投资组合的影响来得很快，而且通常残酷无情！2008 年的情况则再一次强化了这一结论。在短短一周之内，甚至是一个交易日内，经济新闻可以使证券市场出现大幅的波动，给投资者带来超额回报或是巨额亏损。在那以后的数月中，这一结论变得更为明显，因为在此期间经济进入了衰退期。

这也是为何在做出投资决策之时，你需要把“宏观经济形势”作为第二个考虑因素的原因所在。理解态势因素能够让你洞悉某一给定资产类别的价值或几类资产的相对价值。但你还需要想得更远一些，你需要有一套新的度量指标，以评价经济变化对各类资产组合的影响。设想一下，如果你打算沿着大西洋的海岸线航行，你预定的航程是从罗得岛海港出发，到佛罗里达州结束。出发前，你对各个因素都已深思熟虑，精心准备：你的船很结实，航行仪器也很灵敏，物资储备精良而充足，从食品到水，一应俱全，甚至驾驶舱中还配备了舒适的垫子。但独独漏了一项：你没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有留意天气情况！这就显得很愚蠢了。

如同天气一样，经济形势也是无法预测而且难以控制的。就像天气情况会影响航海安全一样，经济形势也会对投资者的投资收益产生很大的影响。恶劣的天气条件可能会迫使船员推迟航行，变更航向，甚至修整船只。恶劣的经济形势也同样很危险。未经准备而突遭变故的投资者可能不得不延迟退休、降低生活标准，以弥补投资损失。准备得越是充分，你就越能从顺境中赚取更多的利润，即使是在逆境之下，也能立于不败之地。没有人能控制经济形势，我们能做的就是识别并理解经济走势，并懂得在适当的时候以适当的方式做出回应。如果你对经济形势的转换了无所知的话，在衰退或萧条到来之际，你的投资组合很可能会遭受重创。

在任一给定的时点，总体的经济形势总是会显得对某类资产有利，而对另一些资产不利。长期来看，经济形势的趋向总是会在股市走向中得到反映。如图 8-1 所示，标准普尔 500 指数的季度收益变化正好反映了 GDP 的季度变化。

虽然市场上充斥着大量的噪音[①]，但通常强劲的经济增长势头总是伴随着超常的股市表现，而经济萧条则伴随着股市的低迷和大跌。

[①] 有时市场会对其他信号做出反应，有时投资者会发现经济数据很难解读。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

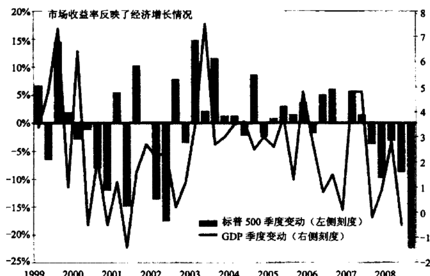


图 8-1　标准普尔 500 指数的季度收益反映了 GDP 的季度变化

这一关联关系很好理解，因为它们都与企业的盈利能力有关。是什么在驱使股价变动？是上市公司的盈利状况。按照通常的法则，公司盈利越多，其股价也会越高。当苹果公司生产的音乐播放器（iPod）成为对产品设计痴迷的嬉皮士及其模仿者的必备之选之时，该公司的销售收入和利润也随之而一路上扬。

虽然这与该公司的产品设计关系密切，但如果整体经济没有处在上升期，又有多少消费者愿意花上数百美元来购买这个钱包大小的小玩意呢？显然，在萧条的经济形势下，大家连工作都朝不保夕，都在想着如何节省开支，也就都把钱包捂得紧紧的了。

在这种情况下，那些提供被人们当作奢侈品来看的产品和服

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务（如新 iPhone 手机、长期度假、新款汽车，或是后院游泳池）的公司将首当其冲而陷入困境。在 2009 年年初，某些行业出现了高失业率，原因是这些娱乐性产品的生产商为应对销量下滑采取了大幅减员措施。无论何时，只要经济处于萧条期，为应对收入减少和利润下滑，各家公司都会节约开支、大肆裁员。

其他一些行业则更富活力些，即使处于萧条期，人们也仍然会光顾药店和杂货店，尽管其销量和利润也会稍有下滑。经济形势影响着企业的盈利状况，而企业利润也是经济总量的一个重要构成，在 2007 年企业利润占到了 GDP 的 12%，而在 1947 年其构成还不到 2%，因为在这期间大量的家庭小作坊逐渐被大量的大公司所取代。

尽管经济形势很重要，但它就像天气一样难以预测，或许这也是经济学被称作“令人郁闷的科学”的原因之一吧。即使处在强劲的长期增长形势下，经济扩张的趋势也并非总是可持续的。经济的上下波动十分平常，就像我们都见证过的 1998—1999 年科技股的最后甜蜜时光一样。当时全国的公司都出现了劳工短缺，因为他们的雇员纷纷离职以加入新成立的科技公司或自行创业。为了给空缺出来的职位找到合适的人选，“旧经济”产业的企业甘愿支付很高的猎头费用，然而此时即便是能力超强的猎头也很难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

找到足够的人才。于是一些资深的经济分析家和商业分析师们开始谈论起一个新的范式：在这一范式之下，经济只有持续的增长和繁荣，根本没有衰退存在！

繁荣的势头最终还是被打破了，随之而来的是令人难受的经济衰退。值得高兴的是，投资者和经济学家们对于预测经济趋势的转折十分的擅长。在 2007 年 9 月因就业数据而带来的股市抛售狂潮到来之前，投资者和分析师们就已经为整体经济的健康状况整整担心了两年之久了。他们为天价的能源价格深深忧心，也担心房地产市场日渐上升的贷款利率，还担心日渐攀升的企业库存规模、因新增就业岗位减少而带来的建筑业大裁员和零售企业所发布的让人失望的销售数据。

现在，这些经济周期的转变很少再能让我感到惊奇。像大多数美国人一样，我已在成年以后经历过好几轮经济衰退和市场下滑，当然同样也享受过好几轮的经济繁荣了。1980 年，当我还在华盛顿做实习生时，当时正值石油短缺，加油站前老是排着长长的队伍。更糟糕的是，按照紧急法案的规定，我只能在奇数日去排队加油。

我早已对被专家称之为商业周期的这种潮涨潮落习以为常了。如今作为一名投资者，我最为关心的是如何采用适当的度量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指标去判断商业周期所处的阶段，并进而寻找合适的投资机会。

经济是处于销售收入和利润都不断上涨、企业正四处招人以扩张经营的扩张期呢？还是扩张阶段已达顶点，生产能力再难以扩展？或是经济正在收缩，商业活动也逐渐减缓，失业率正逐日升高？当然，最让人难受的还是经济触底，满目凄惶之时；但此时也正是新一轮扩张的酝酿之时。

在经济波动的四个阶段[①]，投资者应在资本市场上采取不同的投资策略，持有不同种类的资产。例如，当经济增长缓慢之时，医疗产业将有不俗的表现：只要付得起账，需要买降压药的患者依然会买，就算价格再高也得买。这就是 2008 年高露洁公司（Colgat Palmolive）依然获利甚丰的原因所在了，尽管当时整个经济都陷于衰退之中。而在另一方面，科技股的周期性特征就很明显了。它们通常是顺周期的，在经济形势繁荣时表现强劲，在经济不振时则低迷徘徊。

我没法控制我们在经济周期中所处的位置，但我确实能传授你一些技巧以分析信息，进而判断出我们现在所处的位置。如果你手中的资产组合是为良好的经济形势而设计的，可在经济过了顶点开始下滑之时你还未做调整的话，那么接下来你可就要面对灾难性的损失了。这就像是有人在你不在家时偷偷溜进你家把水

[①] 即繁荣、衰退、萧条、复苏。——译注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

族箱的温度调高，你那些精心养育的活蹦乱跳的热带鱼将在顷刻之间死于非命一样。

在 20 世纪 80 年代中期，当我还住在波士顿时，房地产市场非常的火爆。我也是在那时开始认识到再完美的投资计划也能被经济形势和政府政策导向的转变轻松击垮的。当时我和我的一个朋友计划买些居住用房，稍加装修之后再转手卖出，狠狠地赚上一笔。我们在详细预算之后，觉得这是一个万无一失的计划。

我们考察了一栋在任何市场都会被视为贫民窟的建筑，其售价却高达每单元 10 万美元。我们犹豫了很久，尽管当时代理商催着让我们在协议上签字。随后里根政府突然取消了一项被称为“加速贬值补贴”的税收补助，该项补助用于补贴对易贬值资产（如房地产）的投资。这就等于房地产市场下面的那块小地毯[1]被政府抽走了。随后，整个波士顿地区的房地产市场便崩溃掉了。于是我只能把想做地产大佬的梦想束之高阁，带着刚刚获得的对重大事件将会影响到经济形势和各类资产的价值的认识，重新托起投资经理这个饭碗。

经济学家们总是喜欢把专业知识转化成大量的数字。但要想了解经济形势如何影响投资行为的话，你还得对人性的特征有所

[1] 作者在这里是形象说法，原意是走路时万一不小心跌倒，有小地毯在地上，不至于摔得太疼。这里指以前有这种税时，投资者即使亏损，也不至于损失得太严重，但现在是这一补贴却被里根政府取消了，也就是说小地毯被抽走。——译注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了解。在 20 世纪 80 年代，当我正在做抵押支持证券交易时，我觉得有些客户的行为很不合逻辑。他们的房贷利率是 11%～12%，但当时的市场利率是 8%～9%，我很奇怪他们为何不提前还掉以高利率计息的贷款，然后再以当时的市场利率重新贷回，这样就可以省下一大笔钱了。

但我在这么想时忽略了一个重要的因素：当时房地产价格刚经历了大跌，许多房主实际上已经失去了对其房屋的所有权。任何一个头脑清醒的银行家都不会愿意提供相当于房屋价值 120%的贷款给房主。为了进行再融资，户主们不得不出让更多的权益成分，而这也就抵消了低利率带来的收益[①]。显然对于他们来说，最好的做法莫过于每月多还些贷款这样硬挺着，而非我所设想的那样。

好消息是找到一组可靠的度量指标以监测经济的走势要比预测天气的变化容易得多。在恰当的度量指标的帮助下，你将能在经济风暴中安然无恙，至少也能使你的投资组合的损失降到最小，如果你的投资组合是建立在对其他四个要素的充分了解之上的话！据我对最近数十年所发生的经济衰退的观察，这些度量指标总是能给掌握了它们的投资者发出明确的警讯，让他们有足够的

[①] 在 2009 年，我们也可以看到类似的问题。但此时借款人的状况还要更糟，因为银行都在紧缩银根，提高贷款标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间来为其资产组合构筑防火墙或调整资产组合。它们也能帮助你来识别出运行良好的经济体（国家和地区）。你所要做的，就是把经济环境视为背景和前提，在此基础之上再来考虑其他四个要素。

在对五个要素进行了通盘考虑之后，成功决策的关键就在于识别出哪个经济度量指标能有效预测经济走势，进而为你权衡各种可行的投资方案提供决策工具。从来就没有什么"好"的经济或"坏"的经济，除非是在经济学家们的梦想之中。不过，在某一给定的时点上，全世界二百多个经济体的经济表现还是会有差别的。每个经济体都在与严酷的现实做着斗争：拿美国来说，其制造产业先是不断向墨西哥转移，而后是径直转往中国。而最近，某些工资水平更低的国家（如柬埔寨）则又从墨西哥和中国的制造业份额中分去了很大一部分。

20 世纪 90 年代的牛市可被看作是对我们成功应对产业转移的礼赞，因为当时最热门的股票都不再是传统制造业中的企业巨人。一大批以来自硅谷的高科技企业为代表的知识型、科技型、服务型企业纷纷崛起，成为了经济体系的中坚力量并主导着新一轮的经济增长。生产能力在高速扩张，而企业利润和居民收入也在以惊人的速度增长着。与此同时，通过从工资水平较低的国家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进口大量产品，通胀率一直都很低；美国消费者收入越来越高，但其购买的日用品（如 DVD 播放机、个人电脑等）却因为采购自海外，其价格反而越来越低。

但是没有哪个经济体会永远停留在经济周期的某一点上。而经济度量指标将会告诉你某一时刻在经济周期中所处的位置。是复苏、增长、到达顶点，还是正处于衰退之中？而作为本土市场之外的备选投资方向的其他经济体又处在什么位置呢？

对经济要素加以分析的起点应是我们的本土市场。对了解当前经济形势最有帮助的指标不是那些抓人眼球让市场陷于疯狂的头条新闻，这些信息只是些“噪音”而已。按月发布的许多统计数据，如新增就业岗位数、当月零售额等，大都因为发布得太过频繁而对判断经济趋势走向并进而建立分析框架帮助不大，因为月度数据受市场波动的影响太大。尽管如此，当我还在买卖债券时，我们所跟踪的一些指标如今依然是投资者们每月第一个周五的必备功课。

但我逐渐认识到，交易的频率越低，越是基于代表长期趋势的长期指标，投资回报也就越高；也逐渐明白过来应从这些会让人陷于慌乱诱使人频繁交易的月度数据中跳出来。如果还是把月度数据当作决策基础的话，即使我能很准确地预测出月度数据的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数值，只要投资者没有依照我所预测的理性方式对数据做出回应，我的投资仍然会有损失，而且这种情况并不少见。

但采用其他经济数据也要经过一番挑选才行。有些交易员很看重零售数据，认为这是经济运行的一个信号。其理由是：个人消费在整个经济体系中占了相当大的比例，消费者在当地沃尔玛超市的购物支出水平是衡量经济健康与否的重要指标。但是事实上并非如此。且不说零售数据统计存在的种种问题，它最多也只能揭示几家大型的零售商的经营状况而已。

在本书的前面章节我已经提到过，投资者要根据重大的、可靠的数据来做出资产配置决策。因此，我们需要能够揭示整体经济健康状况的数据。而零售业只不过是标准普尔 500 指数中所包含的众多产业之一而已，而且远非最大的产业，因此即使能够获得最为可靠的零售数据，也不能据此认为它揭示了整个证券市场的走势。这里有个例外，如果我已经或想要把商业地产板块的证券作为资产组合的一部分，这时我就需要了解与之相关的企业的销售状况，其中就包含了零售业。

交易员和市场分析专家们经常跟踪生产者价格指数（PPI）和消费者价格指数（CPI）等通胀指标，但它们并不像看上去的那么有用。这类指标可以揭示通胀率是在上升还是下降。但也仅此而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已，它们并不能告诉我们股票市场的涨跌情况。股票市场所包含的上市公司对通货膨胀的反应是各不相同的：高通胀对消费品生产企业和金融企业极具破坏性，因为由其带来的高利率会侵蚀掉这些行业的利润空间，进而降低其资产回报率；但科技股的股价却往往会在通胀中创下新高。

而且，所有这些众所周知且被普遍跟踪的经济指标均存在一个共同的缺陷：它们都仅仅反映了过往的信息。它们只能告诉我们最近发生了什么。事实上，这类指标越是根植于过去，才越是有用。例如，我就发现反映过去 12 个月的就业水平和零售额的发展趋势的数据就比仅反映过去数周情况的单个数据要有用得多。

作为一名想要做出理性的资产配置决策的投资者，我们需要关注的不是过去曾发生过什么，而应该是将来会发生什么！你是选择看电视里的有关暴风雪即将到来的天气预告呢，还是选择观摩道路清扫车清理积雪？后者可能更富有诗意，但对于指导行动却毫无帮助。同理，我也希望我所寻求的度量指标能告诉我们经济形势的未来走向；能告诉我们经济形势是否会有助于企业的利润增长，是否会为股市带来新一轮的牛市，是否会带动债券市场的上涨。

我发现能回答上述问题的经济指标都与利率多少有些关系，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其中与债券收益率的关系尤为紧密，因为债券市场最能直接反映投资的大环境。经济走势的每一细微变化都会通过期望通货膨胀率、信用风险水平等指标而影响（有时影响非常大）到国债市场和债券市场。债券价格及其回报率（以利息收入除以当前的债券价格所得的数值）的每一变化都反映了投资者预期的变化。你是否正担心你投资的公司的利润会下降呢？如果大量的市场参与者都跟你有同样的想法的话，投资者就会大量抛售该公司的债券，进而其价格会上升而收益率则下降。同时，国债收益率与该公司债券的收益率之间的差异也会越来越大，因为相对于期盼该公司能保持现有的经营形势以获取足够利润来偿付债券利息，持有国债对投资者来说是一种更安全、风险更小的投资方式。

只要观察一下债券市场的数据，你就能了解到投资者对经济形势的预期情况，就可以了解公司的盈利状况以及股票和债券的相对风险水平。相对于历史水平，低信用等级公司与投资级公司的债券收益率之间的差距是否正在缩小？这一情况能告诉你经济是处在收缩当中，还是处于扩张阶段；还能告诉你当前投资者和贷款人各自的风险意识，对市场的信心程度以及对投机行为的态度。

对我而言，关键的经济度量指标是以下两条曲线的形状，它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们能告诉我何时该投资于美国股市，何时该退出。第一条曲线是收益率曲线。把一系列期限和收益率各不相同的国债，在以期限为横坐标，以收益率为纵坐标的坐标系上标注并连接起来所构成的曲线，即为收益率曲线。构成收益率曲线的国债的期限从 30 天到 30 年不等。

另一条是联邦基金期货曲线，它由一系列的期货合约在与收益率曲线相同的坐标系下标注并连接而成。其所用到的期货合约与投资者对美联储的货币政策制定者的加息、降息倾向的预期相关。这听起来很复杂，其实很简单：期货合约的交易双方对未来不同期限的联邦基金利率可能所处的水平达成共识，而后进行交易；而联邦基金期货曲线则是将这些合约以利率为纵坐标，以期限为横坐标绘制而成的。

这里尤其要强调的是，对我们来说，重要的不是在某一点上国债的收益率水平或预期联邦基金利率水平，重要的是这两条曲线自身的形状！

让我们先从收益率曲线开始（如图 8-2 所示）。通常来说，收益率曲线从左往右向上倾斜。债券的到期时间越晚，收益率就越高。这反映了一个事实：对于资金出借者来说，随着还款期限越来越长，借款的风险和不确定性也就越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

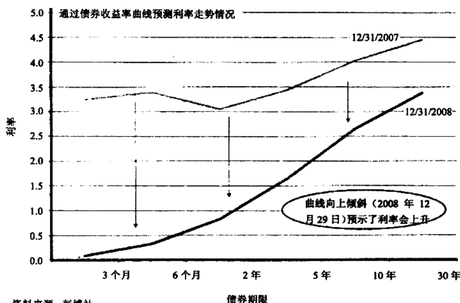


图 8-2　债券收益率

如果美国财政部想借款 10 年的话，其需要支付的年利率就比仅仅借款 30 天所折算而成的年利率要高得多。因为相对于短短 30 天来说，10 年太长，在这段时间里面更容易出现问题。

如果收益率曲线的斜率为正，而且 10 年期国债的利率要比 3 个月国债的利率高出 2 个百分点以上的话，那就可以认定收益率曲线在告诉我们经济环境大好，股市正处在牛市阶段。收益率曲线越是陡峭，则经济增长越有力。那就意味着证券市场的投资环境非常理想，只要经济增长没有伴随着高通胀，因为那会迫使美联储货币政策当局加息以抑制通胀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以过去 50 年的经验数据来看，我认为最能反映经济体系健康状况的指标是:3 月期国库券利率与 10 年期国债利率之间的利差。当收益率曲线反转，亦即 10 年期国债的收益率比其他期限更短的国债的收益率还低时，它就在表明投资者普遍预期经济即将出现下滑，尽管这一趋势在当前的月度、季度数据上还看不出来。每当这种情况发生，我就知道该是卖出所有的股票将资金转移到其他能够保值增值的渠道的时候了。在过去的 25 年间，有 8%的时间收益率曲线出现了反转；多数情况下，反转出现之后，要么紧跟着经济增长放缓，要么紧接着会出现明显的衰退。

那么作为一个投资者，你该怎么使用收益率曲线，以得出有用的信号呢？最好的方法是同时跟踪 2 年期国债和 10 年期国债的收益率。如果后者高于前者，说明经济正处于扩张期。如果后者低于前者，则说明经济正处于收缩阶段，债券持有者正下注赌在未来的数月、数年间利率水平会下降。在过去的 30 年间，要是 10 年期国债的收益率高于 2 年期国债的话，道琼斯工业平均指数的月均收益率是 1%；要是收益率曲线出现反转的话，这一收益率将会是 0.2%。如果知道证券市场在经济扩张期欣欣向荣，在经济收缩期则一路下跌，那么在听到以上结论时，你应该一点也不会觉得奇怪了吧？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益率曲线的形状对于预测证券市场的年度表现其实更为有效，而这也正是我们想要实现的目标。当收益率曲线的斜率为正，也就是当 10 年期国债的收益率高于 2 年期国债的收益率时，道琼斯工业平均指数在接下来的 12 个月的平均收益率是 11.4%。而当收益率曲线反转时呢？道琼斯工业平均指数的 30 只成分股在接下来的 12 个月中所实现的平均收益率只有前者的一半（平均仅为 5.2%）。

与经济扩张紧密相联的一项风险，是经济扩张可能会演化为经济过热并会带来通货膨胀。在一些新兴市场国家，如中国、印度，经济增长率唯有达到 6%、7%，甚至是 10%，才能够被国人接受，才能为国人所称道。然而，如果货币政策当局不出台防通胀政策与之相配合的话，这么高的经济增长率很可能会带来高速的通货膨胀，就像我们这些经历过 20 世纪 70 年代的人们所曾亲身经历过的那样。

在同等条件下，美联储更喜欢“软着陆”（在经济扩张期之后紧跟着一个温和的经济收缩阶段），而非会带来经济衰退的“硬着陆”。这也是为何只要一旦觉得经济扩张过快，联邦货币政策制定者们就会采取行动的原因所在了。因而我也一直都在警觉地关注着联邦基金期货的曲线形状，它代表了市场对美联储的利率政策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的未来走向的普遍预期。

该曲线越是陡峭，亦即未来利率更可能会上升的话，企业就将面对更为恶劣的外部环境。如果曲线很平缓，甚至出现了反转的话，就意味着美联储很可能会降低贷款基准利率，商业环境也要有利得多，因为政策制定者在这样的环境下更加鼓励企业多多借款以促进企业发展，而不想设置较高的利率以人为降低企业的盈利能力。

以上两项指标是我评估经济环境以做出资产配置决策的起点。单独使用的话，他们也能提供有价值的信息以判断经济的走势。他们能为我提供有关经济走势的大致判断。如果我有这个时间、兴趣和爱好的话，我也可能会探寻其他更为专业化的度量指标，以对这两项指标做出补充和求证。

例如，会议主流综合指数（Conference Board's Composite Index of Leading Indicators）就是一个有关未来经济表现的很好的指示器。它由 10 项指标综合而成，其中包含了被许可的新建房屋的数量、制造企业中员工平均每周工作的小时数、10 年期国债的收益率与同期的联邦基金利率的差额等。尽管它不像收益率曲线的形状一样在过去的 30 年间都被实践证明为十分有效，但我发现当该指数连续 3 个月的变化率都高于 0.1 时，就可以认为经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

形势比较好，而道琼斯工业平均指数在接下来的 12 个月中将有 10.9%的平均收益率。相反，如果该指数连续 3 个月的变化率都低于 0.1 时，就表示经济正迎来低潮期，道琼斯工业平均指数在接下来的 12 个月中的平均收益率将降为 9.7%。

最近，我依据经济度量指标所做出的资产配置决策不再是简单的将资产从股票转移到债券。实际上，当美国股票市场面临着恶劣的投资环境时，我的第一选择并非将资金由股票市场转移到债券市场。最近，美国国债相对于其内在价值而言实在太贵，没什么投资价值，因为最近为稳定银行和金融体系，财政部正在大肆印制钞票呢。毕竟最终，美元会贬值，通货膨胀率会上升，而美国国债的持有者将颗粒无收。

所以，如果经济环境看上去对成长股不利的话，我就会问问自己这结论是否对蓝筹股也同样有效？而当对小盘股有利的高速经济增长趋势逐渐放缓之时，我就会斟酌一下当前的经济增长水平是否能使大盘股继续保持吸引力？对股票市场中某些股票不利的消息可能对另一些股票来说却是好消息。

例如，在 2008 年的最初几个月，美元相对于其他主要货币的汇率水平达到了近几十年来的最低点，但这对于在海外市场进行投资的投资者来说，却是一个大好消息。即使海外市场的股票在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该时期表现不佳，但当其收益被从欧元、英镑、加元汇兑为美元时，其收益率就远远高于在美国本土股票市场做投资的投资者了。出于相同的理由，美元的暴跌对美国的大型跨国公司来说也是个利好消息，因为他们的很大一部分销售收入源于海外市场。而盘面较小的上市公司，由于是进口商而非出口商，其业绩自然就会因美元暴跌而受挫了。

而这就是各类市场主体对相同的经济环境变化所做出的不同反应。如果你能事先察觉，并调整你的资产组合，你就能获得回报。

关注经济指标意味着要对全球经济数据保持关注，而非仅仅注意国内经济指标。毕竟，投资机会遍布全球！而且要感谢与各贸易伙伴国间的紧密联系，这样，发生在另一国的经济事件也能对美国的经济产生影响进而带来大量的投资机会。

我所提供给你的另一项投资原则是，任何一个证券投资组合里面至少应该有三分之一以上的资金投资于海外市场。美国股票市场的市值大概只能占到全球股票市场市值的一半多一点。这就意味着如果美国的商业周期到了顶点并开始下滑的话，你并不一定非要把资金转投到收益率要低上很多的债券市场上不可。合乎逻辑的做法应该是寻找一个经济正处于扩张期（一般根据其商业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

活动的活跃程度——以企业利润的增长水平和 GDP 产值来衡量）的国家和地区的股票市场进行投资。

因为尽管全球经济相互关联，但各个国家和地区的经济和市场在增长率上还是有着很大的差别的。例如，日本的经济就长期处于停滞当中，虽然每每总有经济即将转向、市场即将复苏的信号放出，但等真正到了那天却总是一切照旧。而中国的经济虽然处于高度波动当中，也蕴含着很高的风险，但却一直都在高速增长；其证券市场也在高速扩容，上市交易的股票越来越多。

再强调一下，如果你投资于海外市场的话，投资的秘诀就在于投资于在某一标准之下最有吸引力的经济体的证券市场，前提是你需要衡量投资于不同经济体所需要承担的各不相同的风险水平。

当你将经济要素应用于全球投资决策之时，也会碰到头痛的时候。因为某一国的经济出现衰退并不一定就意味着另一国的经济会欣欣向荣。大部分的经济下滑都源于本国的产能过剩，如在 2002 年美国所经历过的互联网泡沫。但是像那样的经济下滑一定会对我们的贸易伙伴有影响，尽管对于这一影响相关各方通常都默不作声。当然也有一些容易被吓坏的人会喊喊“经济危机已经传播开来了”之类的话。如今，美国人民正在为家庭收支平衡而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

愁眉不展，其他国家人民的情况也好不到哪儿去，不过各自都躲在自己家里疗伤罢了。

一般来说，一国出现由国内市场原因导致的经济问题时，相对来说，海外股票市场就显得更有吸引力了，尽管这一相关性在时间上和程度上有时候并不十分显著。

另一个要经常注意的被投资国的经济条件是通货膨胀。因为某一国家消费品和工业用品价格在大幅上涨并不意味着其他国家的价格也在上涨。例如，尽管中国的经济增长带动了其邻国和贸易伙伴的经济增长，但是它并没有输出通货膨胀，虽然过去 10 年其平均年 GDP 增长率达到了 10%。历史数据显示，高通胀国家的债券市场中的债券会急剧贬值，但在轻度通胀国家，其债券市场将一片兴旺。

对被投资国的经济条件，如通货膨胀率、消费支出水平等要保持关注，这对希望投资于新兴市场的高速增长经济体，如中国、印度、巴西以实现高收益率的投资者来说，是至关紧要的。拉动中国经济增长的最重要因素是其庞大且日渐增长的本土市场，而非美国对中国的产品进口需求。中国新兴的中产阶级的人数可能都已经超过了北美地区的总人口数。既然对新兴市场国家证券市场的估价已经接近标准普尔 500 成分股的总市值，对于会影响这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些国家证券市场走向的经济数据的跟踪和分析自然就显得日渐重要了。因为这些经济数据可能会传递出其他要素正在改变的信号，这种改变有时是根本性的。

与其他决策指标相比，用于评估经济环境的指标工具对于投资者而言更像是一件钝器，而非如手术刀一般的精确器具。但这已经足够了。当需要对经济形势做出评价时，无须对所有的经济数据进行搜索和分析，你也能得出正确的结论。

整个经济体系就像一艘巨大的油轮，它的转向过程十分的缓慢，并且还会在转向时发出很多警告信号。如果你能注意观察正确的指标——预示着未来经济走势的收益率曲线，而非仅仅只能告诉你目前经济状况的其他指标，那么你就能事先得到经济形势转向的信号，并据此调整你的资产组合。

相对于正确地预测出大体的经济走势和其大致的时间表，具体细节上的准确性显得就没那么重要了。我们的目标其实仅仅在于从现有的大量经济数据中得出一个有关股票市场健康状况的有效而可靠的信号：是好，还是坏！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 章　要素之三：流动性——追随资金的流向

你要是没钱，就别花钱！

这是我们所有人迟早都会领悟到的人生哲理，就像我们会认识到死亡与缴税都是无法避免的一样。当你制定消费决策时，必须要考虑到金钱是一种数量有限的商品。也就是说，在你挥霍大把的金钱去夏威夷度假之前，必须要对自己的流动性状况加以必要的考虑：你有足够的钱去度假吗？如果你要把这笔钱花在度假上，你必须要放弃掉什么？你能很快再把这笔钱挣回来吗？如果能的话，最快能有多快？

上述这些问题，就是对个人流动性状况的分析。其实在你还很小的时候，你就已经对获得金钱的难易程度有所了解，也明白进行消费决策的必要性了。

当你还是个孩子的时候，你的口袋里有多少现金[①]，主要由你的家长决定。当我的两个女儿，埃利斯（Elise）和艾米丽（Emily），在经济上还必须完全依赖于我和我太太时，我们一家人正居住在

① 也就是你的流动性水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加州的佛罗里达。那里有数不清的主题公园，每个周末，我们都会带两个女儿去其中的一家游玩。

能够定期和孩子们一起享受梦幻假期当然是再好不过的了，不过这样的出行也有令人生畏的地方，如必须要去纪念品商店。那些数不清的塑料、尼龙或长绒制成的小物件就够让人头疼的了，更不必说我的女儿们对这些小物件的似火热情了。

我妻子和我都知道，想要劝说这两位小公主空手离开是不可能的，于是，我们便从流动性的角度来约束她们的行为。我们给她们每人每天 20 美元的零花钱，她们可以将这笔钱一点点花掉，也可以将两天的钱攒起来，做一笔 40 美元的大买卖。

这样一种基于流动性的管教方法，使得我的女儿们开始精打细算起来。在有限的预算下，她们还是会把所有的钱都花掉。埃利斯当时 8 岁，花起钱来比较大手大脚。给她的 20 美元当天就会被花光，她有时还会央求我们把第二天的零花钱也提前预支给她。而艾米丽当时只有 4 岁，她会一直按兵不动，直到第二天快结束时，才一次买个痛快。

那么，如何将上面的故事与流动性联系起来呢？我的女儿们能有多少钱，取决于我们有多少钱以及我们赞助她们去购物的意愿有多强。而当埃利斯和艾米丽领到了这 20 美元后，就可以决定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是否把这些钱贡献给主题公园，主题公园的流动性也就会因此而增强。这就是说，我们的周末旅行涉及了两种类型的流动性：一种是融资流动性[①]，另一种是市场流动性[②]。

流动性是我的模型中的第三大因素。没有了流动性的参与，金融市场，甚至是整个经济体，都无法得以有效运转。中央银行、雇主、家长，甚至是正在写遗嘱的老姑妈都可以是流动性的提供者，而正是流动性从经济体的一个部分到另一个部分的无止境的流转，才使得金融市场和经济体变得活力无限。

我所听过的关于流动性的重要性的最好解释，是从一个朋友简·艾瑟（Jane Esser）那里听来的。她告诉我说，流动性就像是汽油一样，而各家公司就是汽车。“无论你开的是宾利还是前南斯拉夫红旗，只要没有流动性了，都一样会熄火。”对汽车适用的道理，对美国企业也一样适用。流动性越是充足越易获得，经济增长就越容易实现，股价也会随之而不断上扬。而当流动性不那么充裕时，经济和市场就会出现不同程度的衰退。

举例来说，世界保险业巨头美国国际集团（AIG）所面临的问题，就与流动性缺乏[③]有关。该公司的资产价值高于负债，但由于缺乏流动性，这些资产并没有市场，因此资产价值再高也无济于

[①] 即我们作为女儿们的银行，为她们提供资金的意愿。
[②] 即我的女儿们购买各种各样的毛绒玩具的意愿。
[③] 该公司无法将自己的资产在合理的价位上售出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事。如此看来，美国政府在 2008 年对 AIG 的救助确实是不可避免的。维持机构运转所需的流动性在平日里并不难获得，而在危机之中，这些流动性却像是蒸发了一样不见了踪影。

总的来说，流动性衡量的就是流转在金融系统中的金钱的数量。就像在迪斯尼世界中一样，要先有现金往来，然后才会有消费和投资的增长。乍看之下，在拉斯维加斯开设专营奢侈品的大型商场是非常不明智的选择：游客若是想在赌城烧钱，去赌场就可以了，怎么还会把钱留给商场呢?

而事实却并非如此。赌城总是有赢家的。而无论是赢家还是输家，他们都会带着大量的现金来到拉斯维加斯。于是，这就生成了充足的流动性。那些没有被老虎机吃掉的现金，很轻易就会被挥霍掉，为它的主人换来新的手提袋或是高级手表。拉斯维加斯是流动性的天堂。

正如发生在 2008 年秋天的那样，在流动性枯竭的情况下，证券市场很快就会倒掉。交易者们在了无生气的市场中苦苦找寻着复苏的讯号，而或是由于缺乏投资及消费的资本，或是不愿承担入市的风险，市场中的买方就好像是集体消失了一样[①]。

此外，在投资者心理与整体经济的流动性之间，还存在着重

[①] 在 2008 年，市场萧条主要是由对手信用风险造成的。雷曼兄弟的破产申请使得此类风险进一步升级，银行间的拆借非常不活跃，贷款者唯恐借款者在还清贷款之前便惨遭破产了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要的关联。当挣钱变得更加容易，即涨工资或是发奖金时，我们就会在消费或投资上表现得更积极。而当我们觉得自己的工作岌岌可危，或是需要现金来支付医药费时，我们就会收敛自己的消费行为了。这时我们会去塔基特百货（Target）购物，而不再去萨克斯第五大道（Saks Fifth Avenue）。

对流动性指标时刻保持关注，便可以察觉到市场中的危机和机遇的来到。在 2008 年年初，我预感到流动性会成为金融市场中的一个重要因素，便构建了一个流动性“仪表盘”，来监控公司在需要时获取新资本的难易程度。这其中的一个重要指标便是日元的价格。由于对冲基金总是通过卖空日元来借款，因此日元价格的上扬，则表明了对冲基金的借款量在下降。

此外，我还关注信用利差（credit spread）的变化情况。利差增大，则表明了贷款人正在变得越来越谨慎。最后，为了使这个仪表盘更为全面，我还添加了一些指标来监控股票和债券市场的波动状况。一旦流动性状况开始恶化，所有的警示灯就都会发出预警信号。而以这个仪表盘为基础，我便可以对每日的流动性状况予以监控，就像是气象学家追踪天气的变化一样。

到了 2008 年 2 月，流动性就已经开始枯竭了。那时市场波动变得非常的剧烈，利差也在变大。但是日元价格并没有出现大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变化，说明对冲基金的流动性还比较充裕。而到了 2008 年 9 月，日元价格忽然走高，预示着对冲基金的末日也已经来到了。忽然间，那些信奉杠杆化的金融玩家们失去了支持其投资策略运转所需的信贷资金，他们中的很多人只得把手中所有的投资组合都低价卖掉。在 9 月初，股票和债券市场中出现了大规模的抛售，流动性不足便是导致这次抛售的重要原因之一；而作为指标讯号，流动性的变化也提前预示了抛售的到来。

作为投资者，当我们试图对经济状况加以了解，或是对利好消息加以察觉、对股票市场的前景进行展望时，都要先对市场的流动性状况做必要的检查。你必须要弄清楚：流动性趋势是站在你这边的呢，还是与你针锋相对的？

将回答这个问题所需的所有指标综合起来，便构成了模型中的第三个要素：流动性。在对流动性进行评估时，你必须要确定好流动性趋势是否对你有利。虽然金钱获得的难易程度及投资者入市意愿的强烈程度并不是决定股市中长期收益率的关键，其重要程度也不能与基本面定价同日而语。但是，若是没有流动性的参与，若是股票市场中一直都没有新资本的稳定流入，股市的寒冬则永远都不会结束。

即使是刚入行的新手，也会试着去理清金融市场中有多少增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长是可以被“确认”（confirmed）的。这是金融业中的术语，指的是促成市场增长的交易笔数有多少。在市场行家看来，几笔大交易把道琼斯工业平均指数提升 350 点，与全民参与把指数抬高 150 点比起来，后者显然要牛气得多。他们明白，后者表现出了更强的市场信心，因此这样的涨势更容易保持下去。

在这里，我们讨论的并不是一群对冲基金经理由于投资收益的差强人意而集体抛售这样的偶然事件。因为他们的抛售在几天之内就会被投机者或长期投资者消化掉，买卖报价之间的价差也会很快回复到正常水平。我所关心的问题是，若是在这样的大抛售之后，买方都不愿意接盘[①]，后果会怎么样?

这样的局面就是包括我在内的投资者们在 2008 年 10 月所经历的悲剧。在这期间，道琼斯指数连续 8 个交易日每天都要下跌 700～800 点，每天都在跌。面对这样的市场，如果不采取什么措施的话，就会形成一个恶性循环。流动性的枯竭会将股票价格及投资者信心打压到谷底，而后者反过来又会使流动性状况变得更为糟糕。

流动性在金融市场中的各个层面都有体现。每只个股都有着它自己的流动性水平，每个行业板块和资产门类也都一样。在一

[①] 即市场中没有买方，只有卖方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个完全流动的市场中，买家和卖家的数量都非常多；任何一笔交易，无论是买还是卖，都能在符合其市场价值的价格水平上得以执行。在短期内，流动性的缺乏说明市场中卖方的数量多于买方，反之亦然。而当买方数量多于卖方时，就会形成过剩的需求，若不采取相应措施，就会形成泡沫。

而美国国际集团（AIG）之所以会成为流动性的牺牲品，就是因为没有买家愿意介入，这样美国国际集团（AIG）就无法实现其资产的真正价值。流动性在越靠近投资决策树顶端的位置出状况，所造成的问题（或机遇）就越大，影响到的投资者也就会越多。如果只是某只个股的流动性出了问题，影响到的只是这只股票的持有人而已。而若是全球信贷市场遭遇了流动性枯竭，正如我们在 2007 年及 2008 年见过的那样，下至每一位个体投资者，上至强势的中央银行及各国政府，都会受到波及。

在这场危机中，央行及政府采取了史无前例的手段来向市场中注入流动性，以避免信贷市场的彻底瘫痪及经济大衰退的出现。美联储所扮演的角色，就像是游乐园中死搅蛮缠的小朋友的家长一样。当流动性的其他来源全都枯竭的时候，他们就是借款人最后的希望。而如果连美联储也无能为力了，就像发生在 2008 年 10 月的那样，就只能由政府来出面解决了。政府通过让市场中的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本重新流通起来，来恢复金融市场中的秩序，而政府为了完成这一切所付出的代价，却高达 7 000 亿美元。

通过对流动性加以关注，我们便可以区分出，当前的暴跌究竟是一个绝佳的买入机会，还是表明我们的经济已经出现了严重的问题？在 1998 年秋及 2000 年秋的那两次衰退中，都出现了股票价格下跌、企业债券利差加大的情况。这些都说明了投资者对风险的厌恶程度增大。但分析家却根据市场在这两次衰退中流动性需求的差异，察觉到了这两次衰退的性质的不同。

在 2000 年的最后几个月里，流动性非常疲软。该结论是专家在审视了货币供应量之后做出的。货币供应量在华尔街又被称作 M2，它包括了存款、支票账户，以及银行发行的 CD（定期大额存单）等，是所有种类货币的总额。在 1998 年，M2 的总量依然很高，金融市场中的现金也很充足，股市也很快得到了反弹。而在 2000 年，流动性的匮乏却开启了长达三年的熊市。

在我看来，同时对多种流动性指标加以监控，是完全可行的。首先，你要对美联储发行的货币总量有所了解，即经济体中可供使用的货币总量究竟有多少①。我们要弄清楚，美联储及金融系统中的其他贷款人提供资金的意愿有多强。资金的获得越是容易，

① 以主题公园为例，这就相当于我的女儿们的花费加上我们的路费及在食物上的花费，再加上成千上万的其他家庭在主题公园中的花费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场中的流动性就越强，资本流入股市的可能性也就越大。

低利率是信贷环境宽松的一个明显信号。不过在实际操作中，由于不同的借款人有着不同的信用评级、借款需求和借款期限，而不同的贷款人也有着不同的现金储备及贷款标准，情况就变得稍微复杂一些了。因此，仅凭国债的利率非常低，还不能得出市场中的流动性十分充裕的结论。

为了更好地理解流动性如何运转，我先解释一下 10 年期企业债券利率的计算方法。在这里首先要理清的问题在于：贷款人把资本放出去 10 年，想要获得的收益率是多少。在这里，进行比较的基础是通货膨胀保值国债的收益率。该种债券的收益率不受通货膨胀的影响，是市场中最接近无风险利率的数据了。

在 2008 年年初，10 年期通货膨胀保值国债的“真实”收益率是 1.47%。这说明了财政部必须按照该利率向所有购买了此类证券的个人及机构支付利息。这已经是比较低的收益水平了。历史数据表明，此类证券的收益率一般在 1.28%～4.33%之间浮动，平均值为 2.78%。

在考虑到了通货膨胀的情况下，贷款人（或是银行）会要求借款人在收益率上补偿通货膨胀对其造成的影响[①]。因此，借款人必须与贷款人一起商定出预期通货膨胀率是多少，并对债券利率

① 补偿资本被借出期间在购买力上的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给以相应的提高。在 2008 年年初，通货膨胀保值国债的收益率是 1.47%，而 10 年期固定利率国债的收益率是 3.77%。这其中 2.3% 的差额便是通胀溢价。

当然了，借钱给企业，自然要比借钱给美国财政部危险得多。尽管通用电气公司的信用评级达到了 AAA 级，与美国财政部平级；但与财政部比起来，该公司的信用风险还是要高得多的。因此，正如通胀溢价，贷款人会要求更高的收益率，以对其额外承担的信用风险进行补偿。这部分的溢价可以叫做“信用利差”，而这项价差的大小会因发行者的行业门类、当前经济状况及展望及流动性环境的差异而有所不同。

例如，如果穆迪投资服务公司认为五金公司（ACME）的信用状况非常糟糕，那么五金公司（ACME）的信用利差就会升高，其借款成本也会随之而上升。如果某零售公司即将发布有利的收益数据，贷款人对其信用违约的担忧就会有所减轻，其信用利差也会随之而缩小。

此外，信用评级为 BBB 级的公司自然要为其发放的债券提供更高的收益率。在当前的经济环境下，为期 10 年的此类债券的收益率要比 10 年期国债高出 2.51%。经济环境越是低迷，投资者们要求信用评级较低的借款人支付的收益率就越高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要赢，就要参进行情。

其他因素也会对债券收益率产生影响。如果某家公司的债券在外流通的数量太少，或是其投资者太少而不易流通，投资者就会要求该公司支付溢价，以对其债券在二级市场中的流动性缺乏做出补偿[①]。

此外，如果债券还附有特殊条款的话，债券定价就更为复杂了。如果某公司希望自己拥有赎回发行在外的债券的权利，以降低利息支出，那么这项附加在债券上的“买入期权”，就又会给借款人增加 1%～2%的借款成本。毕竟，如果这项期权果真被执行的话，投资者就必须重新部署资本。这样一来，就会为投资者带来诸多不便[②]。

因此，若想了解金融系统中的流动性状况，利率并不是最有用的指标，信用利差才是。举例来说，如果你想摸清工业企业的情况，你可以将相同信用等级、相同特征的工业企业发放的债券的收益率与国债进行比较，这其中的利差很容易就能算出。

接下来，再将该利差与其历史水平进行纵向比较[③]。在只有发行时间不同的情况下，你就可以根据利差是在加大还是缩小，来判断资本是在变得更为稀缺还是更为充裕。你还可以从中了解到

---

① 这样的情况在私募市场中比较常见，在此类市场中，债券很少换手。
② 当利率降低，或是借款者的资金状况及资金需求出现较大变动时，借款者确实会试图赎回债务或发行新债。
③ 如新近发行的债券，与六个月或是一年之前发行的债券进行比较。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者承担不同程度风险的意愿有多强，市场中各部分的流动性状况究竟怎样。

分析信用利差对债券专家来说是颇为享受的一个过程，而对个体投资者而言，就有点困难了。下面我们将目光转向流动性分析的另一个方面：基于现金流的流动性指标的确认和追踪。对相关数据的分析会帮助我们判断流动性充裕或是稀缺到了怎样的程度，进而判断当前的流动性状况对某一特定资产门类会产生怎样的影响。除此之外，这些指标还可以帮助我们判断出流动性的变化主要发生在市场的哪些部分和层面。

在所有的现金流指标中，共同基金现金流（mutual fund flow）应该是大家最为熟悉的了。每周或每月都会有专门的分析师对这一数据进行分析：投资者在某种共同基金上新投入了多少（现金流入），撤出了多少（现金流出），以及净投资是多少。通过对现金流的追踪，投资者可以对流入（或流出）共同基金市场的美元数量有所了解，进而对市场的流动性状况形成一个较为宏观的认识。

当然了，你还可以做更深入的研究，去分析某些关键板块的流动性状况。例如，有相当多的科技基金是与科技股板块相对应的。在很多专家看来，投资者之所以能在 2005—2007 年间从跌宕起伏的中国股市中获得巨额的收益，主要便是流动性所致，而非来自基本面因素。在那段时期内，投资者被中国 13 亿人口的消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费能力所蛊惑，纷纷将钱投入到了与中国相关的股票或基金上，直到中国市场被严重高估也不舍得退出。

在我看来，在基金的现金流数据中，封闭式共同基金的数据是最有价值的。开放式基金与封闭式基金的区别我在前面已经解释过了。当有新投资者投资于开放式基金时，基金公司会为其提供新的份额，并将新注入的资金与已有资金放在一起进行投资。而如果投资者想获得的是封闭式基金，他就只有从该基金的现任持有者那里购买才行。

在这里以大盘价值股封闭式基金（large-cap value stock closed-end fund）为例。在现有的价格水平下，若是该基金供不应求，它的价格就会上涨，甚至会超过其所对应的净资产的价值。这样的反超似乎有些不合逻辑：明明这些股票组合可以以更便宜的价格在别处买到，为什么还会有投资者愿意为此支付更高的价格呢?

但是，这样的现象确实存在。当某一基金经理，或是某只基金、某类资产特别热门的时候，人们关注的不只是其当前价值，它的升值潜力才是投资者关注的重点。一切都由流动性说了算。同样地，当某只封闭式基金供大于求的时候，基金价格就得在其净资产价值之上打个折扣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过对封闭式基金的溢价及折价情况加以监控，就可以对市场中的流动性走势，特别是投资者在不同时间、不同情况下对各资产门类的偏好有所觉察。这里以鲁文房地产收入基金（Nuveen Real Estate Income Fund）为例。该基金是在美国股票交易所上市的一只封闭式基金，其代号为 JRS。

一直以来，该基金都在低于其净资产价值的价格水平上进行交易[①]，而从 2006 年 2 月起，基金价格与净资产价值的差距开始变小。到了 8 月份，甚至首次出现了溢价。以上这些变化都说明了这只基金以及这只基金所属的资产门类正在变得越来越热门。在 2006 年 12 月，不动产信托市场终于迎来了那一轮牛市中的最高峰，Nuveen 基金也在那个月达到了溢价的最大值。而就在接下来的 2007 年，房地产市场便开始了整体的沦陷。

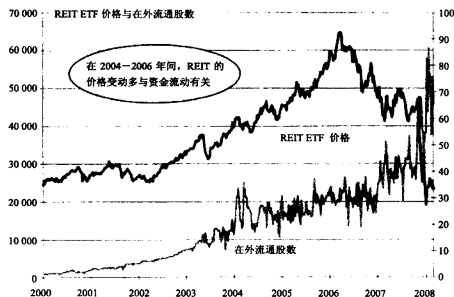
流动性的大幅变化在规模较小的市场中显得尤为突出和重要。这里以不动产投资信托（REIT）为例。安永（Ernst&Young）的统计数据显示，在经历了 2006 年的大幅增长之后，全球不动产投资信托（REIT）市场也才只有 7 640 亿美元的资产规模。在这其中，道琼斯不动产投资信托开放性指数基金（即 ETF）可以说是所有公开交易的不动产投资信托（REIT）中最大的热门了，其代号为 IYR。

[①] 该基金发行于 2001 年 11 月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与封闭式基金不同的是，交易型开放式指数基金（ETF）的份额数量会随着投资者的加入或撤出而增加或减少。因此，通过对任何一只交易型开放式指数基金（ETF）的股数加以监控，我们就可以了解到此类资产的流动性状况。

在不动产投资信托（REIT）市场中，IYR 就是流动性的指标。该基金于 2000 年 6 月正式发行，首次发行共发行了 30 万股。而在一周之内，这一数据就几乎翻了一番，到了 50 万股。2006 年是这只基金享受高额回报的最后一年。在这一年的 12 月，IYR 发行在外的股份数量达到了原始股数的 44 倍，如图 9-1 所示。



资料来源：彭博

图 9-1 道琼斯不动产投资信托开放型指数基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 IYR 发行之后的每一年里，IYR 的股份数量每年都以 90% 的速度在增长。当某只基金的扩张速度如此之快，而其所在的资产门类又相对较小时，你就该对其多加关注了。在 2000—2006 年这六年间，那些在流动性的指引下投资于不动产投资信托（REIT）的投资者就都赚得盆满钵满。当然了，若投资对象为规模较大的资产门类或是证券板块，流动性作为指标的可靠性就要稍微差一些。毕竟相对于小规模的资产门类而言，相同规模的资产流入（流出）对大规模资产门类的影响要小得多。

在众多的可供投资者监控的流动性指标中，最重要的一个当属“总体流动性”了。这种意义上的流动性是由像艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）、本·伯南克（Ben Bernake）这样的央行首脑控制的。除美联储外，世界上的主要央行还包括加拿大银行、欧洲央行、英国银行等。

作为经济体中的个体，当我们打开流动性的阀门——即当我们用挣得的奖金去投资或消费、当我们放出一笔新的贷款、给孩子零用钱让他们在主题公园进行消费时，我们只是将市场中的流动性水平微微提升了一点点。除非经济中有大量的个体在相同的时间点上进行了相同的操作，个体的力量是绝对无法和中央银行相比拟的。

中央银行在最为宏观的层面上调控着整个经济体的流动性状

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况。在通常状况下，中央银行起到的是一种监管职能。他们会对金融系统在各个层面上的流动性状况进行评价，例如，银行资产负债表上的现金是否充足？他们是否愿意向合格的借款人提供充足的贷款？投资者若想获得资金，是否还有其他渠道？

而如果流动性的其他源头都枯竭了[1]，中央银行就必须要开闸放钱向市场中补充流动性，并藉此来恢复市场的活力了。在 2007—2008 年间，美联储要么通过降低利率，要么通过其他更为复杂的方法补充商业银行的资本数量。此外，美联储还采取了各种刺激方案，以促使各银行将获得的资本发放到借款人手中。

对总体流动性进行跟踪的第一步，就是时刻监控 M2 的变化情况。M2 是衡量货币供应量的一个指标，通过 M2 我们可以很容易地了解到市场中所有货币资产的总量。美联储每月都会对 M2 数据进行统计和披露。

若有报告称 M2 的总量正在增长，那么股市的春天就要来了。原因在于：经济增长率是决定股市表现的一个很重要的因素，而经济增长率又和货币供应量的增长速度息息相关。如果货币供应量的增长速度高于通货膨胀率，那么流通在市场中的货币就会越来越多，股市也会因此不断上扬。

[1] 正如我们在信贷危机中看到的那样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在其他条件都不变的情况下，更充裕的流动性就意味着更多的消费和贷款。如果长期以来，货币的供给速度低于生产率的增长速度，那么经济就难免会出现下滑。当货币变得越来越稀缺时，借款的成本就会相应上升，经济增长就会放缓，消费也会因此而受到影响。这其中的道理，其实和烧煤蒸汽机车的运转原理是一样的。只要锅炉工一直向机车的炉膛中添煤，煤的分量控制得刚刚好，添煤的速度也适中，蒸汽引擎就会很平稳地运转。蒸汽太多、煤太少或锅炉工太累，都会使引擎出现问题，不是导致锅炉过热，就是机车行进的速度受到影响。

在通常情况下，中央银行扮演着流动性监管者的角色，而非市场参与者。当他们决定向市场注入流动性时，会先测算重振金融市场所需的资本有多少，并随着救助的进行，一步步地判断出流动性危机是否有好转的迹象。压在央行肩上的担子是很重的。有时有些风险只不过是投资者自己臆想出来的，但央行也必须把它们当作真正的风险来对待。

在 2007 年末及 2008 年全年，伯南克和他的同事们为了融化金融系统中的流动性坚冰，采取了许多打破常规的举措。由于次贷危机带来的冲击太大了，单是降低利率这一项举措还无法使局面得以缓和。尽管中央银行一再地释放出强力信号，表明它支持借款人获得资本，也愿意向借款人提供低成本贷款。但由于上述

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信号在某些传导环节上出了问题，以至于资本始终无法流入到经济体的怀抱中去。

可能是银行补自家的窟窿还补之不及，也可能是投资者还在衰退的阴影中不想举债。且不论原因为何，反正流动性不足这一问题始终没有得到解决。市场中的流动性甚至还曾一度跌到了负数。而在这样的情况下，政府如果坐视不管，显然会对金融市场带来灾难性的后果。流动性不足会造成市场的极度震荡，而在一个震荡的市场中，证券买卖根本就无法顺利进行。

在这样危险的情况下，中央银行会选择一个恰当的时机给流动性解冻，进而实现重振经济的目标。不过，把流动性的闸门打开太久也是相当危险的，因为过剩的流动性会带来通货膨胀压力，而央行也深知"低息贷款"[①]的危险。正是由于自 2002 年以来，美联储纵容了这类贷款的存在，才催生出了美国有史以来最大的房地产泡沫，使得整个经济都陷入了泥淖之中。在那段时间里，有很多设计极不合理的抵押投资品大行其道，而房地产市场对于投资者来说，就好像变成了自动取款机一样。

因此，对宏观经济进行监控，不仅要对利率和经济增长的走向加以关注，还要将二者之间的关系理清楚。当二者之间的关系不协调时，借款人和贷款人都会因此而受到影响。举例来说，若

---

① 利率低于 GDP 增长率的贷款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是中央银行将利率定在了 GDP 增长率之上，就相当于发出了一个强烈的信号，表明他们不想冒通货膨胀的风险，不想将钱以低利率送到投资者手中，不想让投资者趁机入市疯炒。

如果贷款利率与经济增长率之间的差距为正值，借款人在选取投资对象时就会更加谨慎。一旦美联储关闭了流动性的闸门，投资者能够负担得起的贷款数量就会减少，投资者在决定投资对象时也会更为挑剔。于是只有那些前景光明的投资品才有望获得投资者的青睐，而质量稍差的投资产品就很难获得资金投入了。于是，流动性不足就这样形成了。

对流动性进行监控的一个好方法，就是关注我之前提到的“信用利差”。在 2007 年夏秋之交，信用利差忽然大幅增大。投资者们纷纷逃离企业债券，转而把资金投入到最安全的国债上。这就是市场流动性匮乏的一个明显信号。在这样的一个市场中，各企业一再地提升债券的利率和收益率，却很难吸引到投资者的资金。

这样的局面与 2002—2007 年间的情况截然相反。那时市场中的流动性非常充裕，央行制定的利率非常低，最安全的资产[1]与较危险的资产之间的利差非常的小。尽管有些企业由于存在着债务危机或成长前景出现了问题而被评为高风险，但这些企业发行的债券的风险溢价也不是很高。总之，流动性越充裕，投资者对

[1] 如国债。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投机型债券的需求就越大，存在于两类资产之间的利差也就越小。因此，当我试图对投资者的风险厌恶程度加以了解时，查阅信用风险及信用利差就是一个很好的选择。

为何我要对投资者的风险偏好程度时刻保持关注呢？因为历史经验告诉我们，投资者越偏好风险，股市的收益率就会越高。在市场中，存在好几家为公开发行的债券进行评级的评级机构。在所有的级别中，AAA 级是最高级[①]，而 AA 级和 A 级[②]虽然稍差一点，但仍属于投资级证券的范畴。那些信用评级低于 BBB 级的证券的投机性就很强了，很多投资指南都禁止投资者投资于此类证券。

通过对风险债券与无风险债券之间的利差进行分析，就可以追踪整个市场的流动性及风险偏好情况。在 1992—2007 年间，BB 级 10 年期企业债券的收益率仅比 10 年期国债的收益率高出 2.4 个百分点。而这 2.4 个百分点，就是投资者以承担额外风险为代价所换来的风险补偿。对道琼斯工业平均指数的历史数据进行研究之后，我们发现：当 BB 级债券的风险溢价高于 2.4%时，股市一般都正在熊市中苦苦挣扎，此时股市的收益率大概只有 2.6%左右。

---

① 一般都评给国债和有着完美信用记录及真实可靠的资产负债表的公司。
② 甚至是 A-级。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哈里斯私人银行也对信用利差与市场流动性之间的关系进行过相似的研究。他们也发现，在 1992—2007 年间，贷款的获得相对容易些，市场中的流动性也十分充裕。在这样的情况下，流动性完全可以充当经济环境的晴雨表，告诉我们什么时候承担风险可以换来高额回报。

当人们对风险不那么厌恶时，股市总会有优异的表现。因此，在信贷宽松、流动性充足的情况下，将资金投入股市是非常好的一个选择。而当银行开始紧缩信贷时，投资者也就得跟着提高警惕了。在 2008 年的上半年，信贷市场紧缩表明投资者对风险正变得更为厌恶，想在股市中挣钱变得越来越困难，如图 9-2 所示。

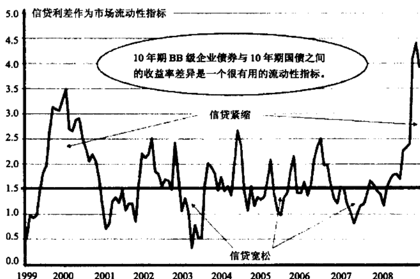


图 9-2 信贷紧缩与信贷宽松

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的团队也在哈里斯私人银行进行过一项研究，该研究的第一步是将信贷周期划分为四个阶段。这其中的第一个阶段是“扩张期”（expansion），指的是利差扩大、信贷收紧的时期；第二个阶段是“顶峰期”（peak），指的是利差逐步缩小，但信贷依然短缺的时期；第三个阶段是“收缩期”（contraction），指的是利差进一步缩小，且信贷已经比较充裕的时期；最后一个阶段是“低谷期”，指的是利差在一点点增大，但信贷仍比较充裕的时期。

接下来我们将目光收回到1992年6月，将1992年6月—1993年6月这一年的时间根据流动性的不同划分为不同的阶段。在此基础上，我们再查阅道琼斯工业平均指数在各个阶段的表现，并将不同阶段的道琼斯指数数据进行比较。

上述研究的结果肯定了我们的推论，即信贷环境与流动性状况确实是股票市场的晴雨表。股市在信贷紧缩的情况下难以为继。在扩张期，道琼斯指数有3.5%的收益率，而在顶峰期过后，道琼斯指数的收益率只有1.4%。与之形成鲜明对比的是另外两个时期的情况。当股市中的流动性充裕时，股市便迎来了春天。道琼斯指数在收缩期之后的表现最好，收益率达到了14.9%，而在低谷期过后，其收益率也能达到13.3%。总的来说，信贷环境的松紧与股市的收益率之间也存在着极大的相关性。道琼斯指数在宽松的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贷条件下上涨 14.2%，而在信贷吃紧时，却只上涨了 2.6%，如表 9-1 所示。

表 9-1 道琼斯指数收益率在不同阶段的变化

	一年中的收益率均值
低谷期	13.3%
扩张期	3.5%
顶峰期	1.4%
收缩期	14.9%

资料来源：哈里斯私人银行、创新方案研究团队

表 9-1 中的因果关系是显而易见的：信用利差越小，资金的获得就越容易；而资金的获得越容易，市场中的流动性就越强。这里就以房地产泡沫为例吧。在 2002—2006 年间，贷款人用尽各种手段向房地产市场中注入了大量的流动性资金。他们提供“诱惑利率”（teaser rate）、免除某些应付账款，甚至在借款人的收入未经核实的情况下发放“骗子贷款”（liar loan）。

在这些措施的刺激下，房屋价格不断上涨。直到贷款人意识到房地产市场中的泡沫实在太严重了，贷款人才开始提高贷款标准、要求更高的信用评级、中止向不合格的借款人放款。就这样，信用利差越来越大，流动性逐渐蒸发，而房地产市场也不可避免地跌入了深渊。

信用利差的扩大，表明了贷款人缺乏扩大信贷的意愿，进而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表明了市场中流动性的匮乏。上述结论在很多市场中都成立，包括股市。在利差较大时，道琼斯工业平均指数的月平均收益率只有 0.8%。这可能是由于资本匮乏，也可能是由于贷款人在低迷的经济环境中总是畏手畏尾。总之，当利差扩大时，借款成本就会升高，流动性也会随之而减少。

在这里，我已经讨论了如何运用流动性指标来判断股票市场的情况。当流动性充足时，股市便会大涨；而当流动性枯竭时，股市前景便不容乐观。同样地，这套方法也适用于股市内部各板块之间的比较。例如，你可以根据流动性来判断蓝筹股是否有望比小盘股表现出色，反之亦然。而相对于中央银行的总体流动性，投资者投资于高风险的资产及资产门类的意愿，叫做“小流动性”（little liquidity）。小流动性也是金融市场中不可忽视的一股力量。

充足的流动性对市值较小的股票来说，有着格外深远的影响。从绝对意义上来讲，小盘股的风险要更高。一般来说，一个公司的规模越大，其拥有的业务就越多、入市时间就越长、忠实客户也越多，获取资本也就越容易。这些因素在基金经理及其他投资者看来，都意味着更安全的投资。

而在 2003—2007 年这五年间，债券市场一蹶不振，而小盘股市场却异军突起。在这五年里，小盘股以 32%的绝对优势将蓝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

筹股斩落马下，每年的优势达到了近 4%。年复一年，尽管专家每年都预测大盘股会在这一年里迎来反弹，但小盘股基金经理却依然坐享高额收益率，风光无限。

到了 2007 年 6 月，小盘股坐享繁荣的时间已经够长了。投资者终于意识到，在经济不景气的时候，银行更倾向于把资金提供给经济的中坚力量，如通用电气；而不会为像特许零售这样的小盘股提供同样的资金服务。

毫无疑问，投资者都在担心，日益严重的次贷危机会不会影响到企业债券，进而影响到股票市场。贷款人和投资者不再愿意为了一点小小的补偿而去承担高风险。于是一时之间，从垃圾债券到小盘股通通成了清算的目标。这样的市场调整从来都是艰难而痛苦的，而对小盘股来说，这其中的痛苦尤其不堪。标准普尔 500 指数在 2007 年的 6、7 月间下跌了 2.5%，而罗素 2000 指数却下跌了 6.9%。

作为投资者，你一定会担心流动性忽然发力，也会担心在自己毫无准备的情况下，流动性在一夜之间便不见了。这样的担心是普遍的。不过与此同时，金融市场中也经常充斥着盲目的乐观与热情。因此在分析投资决策时，你还必须把投资者心理与市场情绪也考虑进去，而这正是第 10 章要讲的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 10 章　要素之四：投资心理
——贪婪 vs 恐惧

有时候，市场简直不可理喻。

我在早上起床时，看到外面的阳光很好。悠闲的假期在这个周末就要开始了，我的心情自然也好得不得了。不仅自己的生活过得恣意美好，股票市场也应该不会出什么问题。毕竟市场基本面是合理的，利率也相对偏低。最近所有的宏观经济指标都表明经济正处在稳定健康的增长之中，而市场态势也一直在释放着积极的信号。

不可思议的事情就在这时发生了。起初市场指数只是跌了一点点，但随着时间一个小时一个小时地过去，跌幅也越来越大。到了中午，跌幅已经很显著了。很快地，各大市场指数就已经下跌了整整一个百分点，而 CNBC 的直播间里也像炸开了锅一般的热闹。

那么，这样的大跌意味着什么呢？投资者纷纷打电话询问各自的经纪人和投资顾问，而他们也都一头雾水。我们有必要在这样的大跌面前恐慌吗？说不恐慌是很难做到的，但是该恐慌些什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么呢？而正当我们恐慌之际，大盘跌得更厉害了。截止到纽约证券交易所鸣铃收盘时，各大指数的市值已经无缘无故跌去了足足两个百分点！在这期间，没有大型企业宣告破产，也没有不利的经济数据发布，难不成是投资者忽然都中邪了，觉得卖股票就像是花车巡游一样，人越多越热闹？

而之所以会出现上述情况，是因为股市被投资者情绪推到了一辆云霄飞车上。股市随着这辆云霄飞车上天入地，投资者也被折腾得死去活来。对于这样的短期现象，你本是不必担心的，但是当大规模的抛售将指数压低至某一警戒点，当市场中的其他人都在争先恐后地退出时，你很难抵抗得住来自各方的压力。这时所有人都像世界末日将至一般的恐慌，但却没有任何指标表明经济出了问题。可有时候，仅仅是投资者恐慌这一项，就足以影响整个市场的走向了。

就这样，非理性完成了它对金融市场的入侵，而这种入侵的发生频率远远高于你的想象。在 2008 年 10 月中旬，道琼斯工业平均指数曾在一个单独的交易日内下跌了 1 000 多点。这样的跌幅创造了道琼斯指数在单日内的跌幅纪录，但到了这天收盘时，净跌幅已变得不足 200 点了。

在这样的市场环境下，你还能说市场行为是理性的吗？虽然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些学术研究坚称金融市场是理性的，坚称股票价格能够反映市场中所有的已知信息，但当你处于群情激昂的抛售狂潮中时，你根本无法保证自己头脑的绝对冷静。

归根结底，投资者情绪会对投资决策产生影响。所有的投资者都知道，低买高卖才是投资的金科玉律，但想在任何情况下都能做到这一点却非常的困难。我自己也经常会被美丽的泡沫所蛊惑，就像我在 20 世纪 80 年代中期所经历的那样。那时我动了房地产投资的念头，这其中的故事可参见本书第 8 章。

作为逆势投资者，无论是在繁荣时退出，还是在萧条时进入，都很不容易做到。尽管在长期看来，深陷危机中的股市为投资者提供了一个绝佳的买入机会，但当你眼睁睁地看着股市在一个交易日内吞噬了你 5%的财富净值，当你在 2008 年那个悲剧的秋天损失了 30%的财富时，你就会觉得投资于股市，简直就无异于花钱买垃圾一样的荒唐。你的本能无时无刻不在劝告自己赶紧从股市中撤出避险，以避免招致进一步的损失。

就像在本章开篇中讲到的那样，股市暴跌的不期而至，不仅会使投资者遭受经济上的损失，还会对投资者的信心造成极大的负面影响。我在本书的最初几章中曾讲到过：大多数的个体投资者都无法用一个合理的机制来约束自己的投资行为，他们只是跟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着自己的感觉走，或买或卖都是直觉说了算。大多数的投资者就这样成了直觉的傀儡。可问题是，直觉会在你输钱时让你撤出，赢钱时让你增持，它并不是一个十分可靠的市场指标。而在依靠直觉进行决策时，你又怎能将情绪列为投资决策中可掌控的一部分呢?

这就是我们的第四个要素要重点讨论的内容：市场心理、情感和情绪。我在本章中介绍的指标将会帮助你在制定投资决策时把其他人的情绪给过滤掉。同时，对情绪的分析还可以使你更加“冷血”，在制定决策时免受自己情绪的影响。

直到 1987 年 10 月，我才从“黑色星期一”的惨痛教训中认识到了市场情绪的重要性，而这距我最初开始构建这套投资模型之时，已经过了差不多 10 年时间了。

作为那次事件的亲身经历者，那一天不仅给我留下了深刻的印象，也留下了难以承受的伤。直到今天，那天仍然是我从业以来最绝望和无助的一天，而即便是 2008 年秋的市场崩盘，也未曾让我如此的恐慌过[①]。

在 1987 年的“黑色星期一”那天，交易大厅里的显示屏上红

[①] 在 1987 年，几乎所有的投资者都无缘无故地陷入了困惑和绝望之中；而尽管 2008 年的这场危机也非常惨烈，且持续了数周之久，但很多个体投资者并没有被市场恐慌所击垮，反倒是像对冲基金这样的机构投资者先乱了阵脚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

灯亮起的次数，比阿姆斯特丹和曼谷治安最差的红灯区加起来还要夸张。而当股市垮掉时，我们却只能眼睁睁地看着，别的什么也做不了。在今天，我可以判断出是市场失控和价格暴跌合力造成了恐慌，而在当时，虽然我觉得自己应该能够想出应对方案，但一时间却不知该如何是好。

当黑色星期一终于收盘时，我走出了自己的办公室。在街上，我看到行人里三层外三层地站在经纪公司大楼外的电子报价屏前，估算着自己这一天的损失有多少。我办公室外的那条街上一向都热闹非凡。而在 10 月份的那一天，我却能感觉到葬礼一般的凄凉。我们都觉得自己正在见证着一场可以载入史册的悲剧，就像当年的珍珠港事件那样。

可令人惊讶的是，那些在本能的驱使下仓皇逃脱的投资者，也就这样错过了有史以来最佳的买入良机。尽管标准普尔 500 指数没有立即从 22%的大跌中反弹起来，尽管到了 12 月中旬大盘仍然在低于“黑色星期一”收盘价 5%的位置上徘徊不定，但到了来年 2 月，股市市值相较于 11 月份的低点却已经有了 10%的增长。

一年之后，到了 1989 年年底，10%的涨幅已经扩大到了 59%，而即便是与崩盘前相比，涨幅也已达到了惊人的 15%。诚然，当市场恐慌来袭时，你无法做到如机器人一般的淡定。但就算再不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

淡定，若是能对市场情绪在市场波动时所创造出的风险和机会有所了解，你就能掌握其他人所不具备的投资优势。投资者只有在评估指标的帮助下，才能判断出市场中的大幅波动是由投资者情绪还是其他因素所引起的。

在我看来，市场心理及个人流动性都应被划入“背景”因素的范畴。尽管我们的投资分析主要是依据市场态势及基本面进行的，但背景因素提供的信息同样的重要。就像是政客们运用民意调查来测量国民情绪并制定相应政策一样，投资者也必须对市场心理给予足够的考虑。如果足够留心的话，你会发现金融市场中存在着类似的“民意调查”。你可以将这些“民意调查”放到投资决策的制定过程中去，使之成为决策制定的重要依据。

直到网络泡沫破灭之后，我才彻底地认识到将投资心理正式纳入投资模型的必要性。借用美联储前主席艾伦·格林斯潘的话来说：当非理性情绪正在形成时，我需要信号来向我发出预警。

在 2007 年 1 月，一个既能衡量流动性又能衡量市场情绪的指标出现了，那就是 PIMCO 企业进取基金（PIMCO Corporate Opportunity Fund）的价格水平。这是一只封闭式的进取基金，杠杆化程度非常的高，其价格在当时已被炒到了净资产价值的 115%。这样的价格水平表明投资者想拥有这只基金的心情十分热

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

切：就算是高额溢价，也无法将投资者的热情浇灭。

然而，这只基金真的值得大家如此疯狂地追捧吗？从市场心理的角度来看，事实并非如此。想知道这只基金的后续表现吗？到了 2008 年 10 月，该基金的价格只有其净资产价值的 85%，往日的辉煌早已成为历史。

如果你还是觉得没有必要在市场情绪这个话题上大费周章，那不妨看一下市场对格林斯潘的那句著名论断的反应吧。在格林斯潘发出了“非理性繁荣”的警告之后，股市只是在 1996 年年底象征地跌了一两天。在那之后，投资者就又沉浸在对“新范式”的向往和讨论之中了，股价在接下来的三年中也是疯了一般地涨个没完。

然而，还是有指标能支持格林斯潘的观点的。而只要是愿意对这些指标进行验证的投资者，都会在接下来的时期内密切关注市场情绪的走向。投资者若是能将格林斯潘的言论放在一个长期的视野下进行考虑，而并非只着眼于它的短期影响，就能在 2000 年年初觉察到熊市的到来。

而投资者的情绪波动，究竟会对市场产生多大的影响呢？为了回答这个问题，不妨将股市的年收益率与该变量在这一年内的波动幅度进行比较。在 2000—2002 年这三年的时间里，我们见

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证了道琼斯工业平均指数的 30 只成分股是如何一步步走向沦陷的。这 30 只股票的收益率波动在 2000 年只有 1.4%，在 2001 年为 8%，而在 2002 年，竟然达到了 15.9%！

这样的情况已经非常不妙了，但这还不是故事的全部。在这三年间，市场的下跌并不是以一种平稳、缓慢的方式实现的，而是像坐上了一辆过山车一样。在 2000 年，道琼斯工业平均指数的跌幅为令人惊讶的 1927 点，而这个数据在 2001 年变成了更为夸张的 3107 点，到了 2002 年则已经是 3349 点了。这样的跌幅已经是够惨烈的了，而为了将损失控制在这个跌幅之内，投资者还必须经得起市场波动的考验。投资者若选择了错误的进、出时点，还会输得更惨。

逆势投资者可不好当，尤其是当你必须在大跌中强势进入，开始新一轮的投资的时候[①]。你在这个过程中不能犯任何错误。你必须要格外小心，不仅不能凑热闹，还要跑得越远越好。正如杰森・茨威格（Jason Zweig）在他的著作《你的财富与头脑》中讲到的那样，在很多情况下，我们宁愿随大流接受错误的结论，也不愿独自去捍卫正确的思想。

在一项研究中，神经科学家格雷戈里・伯恩斯（Gregory

[①] 用股市行家的话来说，就是你要时刻准备好，去"接一把正在落下来的刀"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Berns）和他的团队让受试人员判断两张三维立体图是否是一样的。当受试人员进行独立决策时，他们的正确率能够达到 84%，当受试人员受到来自四台电脑的错误结论的干扰时，正确率便降到了 68%。而当受试人员与这四位“同伴”在一起，且周围的人都支持这四位“同伴”的结论时，能坚持正确判断的就只有 59%了。

从上述实验中，我们可以得出非常明确的结论：当我们维护自己的观点或质疑他人的结论时，我们所需承受和付出得越多，我们做出让步的可能性也就越大[①]。茨威格还对这一现象进行了更为深入的研究。他发现，在社交中被孤立会使人脑中的某片区域活跃起来，而这片区域和身体疼痛所激活的区域是相同的。也就是说，你选择随大流并不只是因为你有意识地想这么做，还因为你不想让自己感到痛苦。

而作为逆势投资者，我希望你去做的，正是茨威格的受试人员所无法做到的：力排众议，坚持己见！这也许意味着你得经历一些短暂的痛苦[②]，但却能提高你在长期内战胜市场的机会。至少，对市场中的情绪波动进行有效监控，能让你免于走上恐惧或贪婪的极端。

若想对模型中的五个要素加以合理的运用，必须对相应的指

---

① 除了电影《十二怒汉》中的亨利·方达外，同样的现象在很多陪审团中也发生过。
② 甚至还要无视健身房里的或是鸡尾酒会上的哥们儿们的苦心相劝。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标进行正确的部署。可问题在于：情绪是非常难量化的一个要素，你所需要的情绪数据不是轻易就能找到的，而且也很难对其进行数量分析。

在这些难以测量的指标中，其中之一便是全国性的报纸杂志的封面文章。若是某一行业的新近发展登上了《时代》杂志或是《新闻周刊》的封面，就说明这件事早已不是什么新鲜事，其投资价值也已经被开发得差不多了。这样的观点早已成了多行业的共识。由于新闻点是自下而上逐步做大的，因此若是某一新闻已经吸引到了全国性的出版商的注意，就说明它已不再是区域性或行业性新闻，全国人民都已经知道了。

这里以 2002 年 7 月 29 日出版的《商业周刊》为例。这期杂志的封面标题为《愤怒的市场》，封面图片为一只怒气冲冲的熊。以这样的图片做封面，效果确实是非常震撼的，不过若是投资者在这张图片的影响下选择撤出的话，就会错过标准普尔 500 指数在接下来的 12 个月中高达 12%的涨幅。

即便是再著名的出版商，也逃不过上述现象的困扰。这里以《经济学家》为例。该杂志于 2008 年年初发表了一篇关于主权财富基金的文章，而等到该文章发表之时，处于困境中的美国投资银行的资产早已被中国、沙特阿拉伯及各波斯湾国家抢得差不多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了，有些甚至已经到了连根拔起的边缘。

在 2002 年电信市场崩盘时，《经济学家》在其 2002 年 7 月 18 日发行的那期杂志中以这一事件为封面文章进行了报道。当时那几场大规模的抛售都已经过去了，该杂志以《电信大崩盘》为题对这些抛售的原因进行了调查。而令人意想不到的是，这篇文章发表的时间竟然和电信板块触底的日子碰到了一起：投资者若是在这一天从电信板块中抄底，就能在年底获得 9.5%的收益！还有比这更好的逆势投资指标吗？

此外，还有一个我经常说起的例子是《时代》杂志发表于 1987 年 11 月 2 日的那篇封面文章。那篇文章的标题是《市场崩盘：华尔街的狂野一周，世界从此大不同》。这样的说法没有错，但也不完全对。这篇文章想要表达的是强烈的风险厌恶会影响到长期的投资环境，而真正发生了变化的，却是股票的定价情况。投资者若是没有受《时代》杂志的影响，理性地对待市场上的恐慌，在股价出现新低时果断抄底，那就能在接下来的五年里获得 65%的投资收益。

类似这样的现象，我将其命名为“封面诅咒”。而且，这一现象还不仅仅局限于股票市场。在 1987 年 6 月 15 日，《时代》杂志以新上任的美联储主席艾伦·格林斯潘为封面，以“新上任的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元先生”为题做了一篇封面文章。格林斯潘在其上任之初便评论说，美元在经历了持续的下跌之后，很快就要迎来触底反弹了，而就在这期杂志出版后的 12 个月内，美元相对于一篮子外国货币的价格又下跌了 12.8%[①]。

杂志文章的标题以及标题背后的故事，都能对投资者情绪做出很好的解释。对于不够警觉的投资者来说，市场情绪是非常危险的要素。而对于那些有能力设计出指标捕捉市场心理的投资者来说，由于这些指标能衡量某类资产或某个市场的风险状况，因此，研究市场情绪能够更好地帮助他们判断出市场上的牛、熊格局。

在这里还有一点是投资者必须注意的，那就是仅凭投资者心理这一项依据，还不足以使你制定投资决策或更改资产配置。这一点不仅对投资者心理适用，对其他的背景性要素（如流动性）也同样适用。你应该根据市场态势、基本面定价这样的关键要素去做买入或卖出的决策，而后将市场心理当作后续核查的依据。

例如，如果当前的经济环境不容乐观，基本面定价的情况也不太好，那么，即使投资者的投资热情非常高，你也无法得出结论说股市马上就要好转。这时你必须对其他指标再次加以审视，

[①] 按照贸易总额加权的汇率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以乐观的投资情绪来对它们进行评估。

对于个体投资者来说，很多衡量投资者情绪的指标很轻易就能得到。《巴罗周刊》以美国个体投资者协会[①]设计并监测的市场情绪指标为基础，每周都会对市场情绪进行披露。每一周，美国个体投资者协会都会对它的 10 万名会员进行调查，询问他们对股市在接下来的六个月中的趋势的预期。会员的回答被分成了三类：牛市、熊市和不确定。而在完成了调查之后，协会会对调查结果进行统计，并计算出每类回答所占调查总人数的百分比[②]。

在 1987 年，彭博公司率先完成了上述指标的数字化，并将其呈现在了自己的终端机上。在这之后不久，我便以该指标为基础，开始了投资策略的构建。我和我的团队设定了一系列诸如“相对牛市”、“相对熊市”这样的交易区间，并根据市场中的情绪乐观还是悲观而进行逆势投资判断。当牛市比例跌至 31%以下时，我们就会进入；当牛市比例处于 31%～46%之间时，我们会继续持有；而当牛市比例升至 46%以上时，就说明市场上已经出现了泡沫，我们会在此时选择退出。

在这里我要承认的是，这套投资方法并没有使我一夜暴富。

---

① 总部位于芝加哥的一家非营利机构。最初成立于 1978 年，职责为引导并帮助个体投资者管理他们的投资组合。

② 一般来说，若是牛市比例在 31%之下，就说明市场中的熊市氛围比较浓；而若牛市比例在 46%以上，则说明市场正处于牛市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倘若我当时选择的是对市场指数进行长期持有，也会获得差不多的投资收益。我根据 1987—2007 年间的统计数据，对这套投资策略进行了模拟。若是我能够将这套“熊进牛退”的投资策略坚持 20 年，1987 年的 1 000 美元就会在 2007 年变成 5 025 美元，我也会获得 8.2%的年均收益率。而如果我用最初的 1 000 美元去购买道琼斯工业平均指数中的那 30 只股票，并且也持有 20 年，那么在 2007 年我也能得到 5 186 美元，即 8.4%的年平均收益率[①]，如图 10-1 所示。



资料来源：美国个人投资者协会

图 10-1　以 1 000 美元投资于道琼斯工业平均指数所获得的增长情况

[①] 当然了，让投资者坚持单一的投资策略 20 年不改变，是非常难实现的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逆势投资策略除了能保证丰厚的回报外，它的收益波动程度也会更低，因此风险也更小。在 1987—2007 年这 20 年间，道琼斯工业平均指数的波动方差为 15.7%，这也表示股市中的“正常”波动水平为 15.7%。而在同样的收益水平下，逆势投资组合的年均方差只有 11.8%。因此，选择逆势投资策略的投资者会获得与大盘投资者相同的投资收益，但晚上却能睡得安稳得多。

若想对金融市场中投资者的善变程度进行测量，有很多途径可供选择。这里以芝加哥期权交易所的 VIX 指数为例。在 2008 年秋市场崩盘时，这个指数曾常被 CNBC 的特约嘉宾提起过。该指数反映的是标准普尔 500 指数期权的投资者对该指数在接下来的 30 天内的波动程度的预期，进而间接反映出标准普尔 500 指数的波动程度[①]。

VIX 指数根据指数期权定价中关于波动性的假设来计算股票市场中的波动性程度。由于市场波动性数据对期权价格的确定至关重要，芝加哥期权交易所在 1990 年就开始了对该项数据的追踪。而即便投资的领域不是期权，这项数据也非常重要。当市场中的波动水平越低，投资者的自我感觉就会越良好；而当波动性升高时，投资者在风险投资上就会越谨慎，甚至会有些畏手畏尾。

① 当投资者认为指数的波动性会增强时，会提高期权买入或卖出的频率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 VIX 存在的历史上，该指数曾于 2007 年年初降到了 10% 的低位。这样的数据表明，在大多数投资者看来，投资于标准普尔 500 指数，或赚或赔的程度都不会超过 10%。而在 1998 年 8 月，随着长期资本管理公司（Long Term Capital Management）的破产，金融危机达到了顶峰，市场恐慌将该指数抬升到了破纪录的 44%。也就是说，在那个月的三分之二的时间里，投资者们认为标准普尔 500 指数的年收益率会在-44%～44%之间震荡[①]。

上面两个数据代表了 VIX 指数的两个极端，不过若是仔细看一下日期，你就会觉得它们的出现是合理的。在 2007 年年初，投资者们都还沉浸在 2006 年的喜悦中不能自已。在 2006 年，标准普尔 500 指数大涨了 15%，投资收益也占到了过去四年的 75%，难怪投资者会如此满足了。当然了，市场在接下来的两年中的表现就很不堪了。次贷危机爆发、经济增长受阻，2007 年还没过完，投资者们就已经开始担心衰退是不是已经来了。如此这般的先涨后跌，恰恰体现了逆势投资指标的实战价值。

而先跌后涨的例子则发生在 1998 年。在经历了亚洲新兴市场的崩盘以及俄罗斯政府的公开违约之后，投资者在市场中表现出了极强的不确定性和恐惧感。在 1998 年的 7 月 15 日到 8 月 30

① 这样的跨度是惊人的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日间，标准普尔 500 指数猛跌了 20%。投资者们纷纷惊慌失措，殊不知市场反弹的舞台却也在此时搭建完成了。市场在 1998 年的劳动节至 1999 年的元旦期间狂涨了 20%，完成了完美的逆势反击。

和其他的所有数据一样，你若是无法对 VIX 指数进行分析和处理，这项数据就只不过是一组数字而已。市场波动性与市场表现之间存在着相关关系，而 VIX 指数又可以反映出市场中的投资者情绪。当市场中的波动性水平越低时，投资者的情绪就越高涨，而当波动性越高时，投资者就越紧张。因此，我们可以以 VIX 指数为指标来研究市场情绪与市场表现之间的关系。

我对 VIX 指数在 1990 年 1 月—2008 年 12 月间的数据进行了整理，并根据指数的大小对各个时期的表现进行了分类。如果市场在某月的 VIX 指数超过了 25%，市场的波动性水平在这个月就是“高”的；如果是在 15%～25%之间，市场的波动性水平便为“中等”；而如果低于 15%，市场的波动性水平便是“低”的。

在依据上述标准分好类之后，我和我的团队对市场在每月的 VIX 指数发布后的六个月内的表现进行了研究。研究结果表明：市场的波动性水平越高，市场在接下来的几个月内的收益率也就越高。在高波动期之后的六个月里，标准普尔 500 指数的收益率能达到 6.3%。而由于市场波动性通常在市场探底或是投机者投降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时达到最高点，因此，上述关系的出现也合情合理。一旦市场中的投机者都退出了，长期投资者便迎来了他们的买入时机。还记得 1987 年的“黑色星期一”吗？很多长期投资者就是在那次的股市惨剧之后抓住了投资良机的。

与此相反，当市场处于低波动期时，投资者对近期的收益状况十分满意，对投资前景也是充满了期冀[1]。在低波动期之后的六个月里，市场的平均收益率是 5.4%。而在中波动期后的六个月里，市场的平均收益率最低，只有 1.7%。如此低的收益率可能表明了市场正处于过渡期。当然了，上面的研究结论还不足以支持投资者去做任何的投资决策[2]，但你却可以从中获得有关投资者心理的信息。

讲到这里，你大概已经清楚要为自己的投资决策模型配置些什么样的指标了。这些指标必须能在市场十分悲观时向你发出信号，或者能对市场中的悲观程度加以测量。当宏观经济状况、市场态势以及市场定价这三个要素均表明现在的股市正处在一个绝佳的投资时机时，你还不能马上做出买入决定，还要向市场情绪要素进行确认。而若是有数据表明当前的投资者情绪非常低落时，你就可以立即将更多的资产投入股市了。

[1] 这一点从他们很少调整投资组合中就可以看出。
[2] 任何有关投资心理的数据都是如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其实，只要是能测量出投资者的乐观程度或悲观程度的指标，在这里全都适用。例如，我就曾对 UBS 指数在 1999 年 2 月—2007 年 12 月[①]间的表现进行过研究。该指数是 UBS 公司根据盖勒普的调查结果制定出来的，而盖勒普的调查对象为储蓄额及投资账户余额在 10 000 美元以上的个体投资者。

虽然 UBS 指数在今天已经不再发布了，但其他指标也可以尽到同样的职责。例如，纽约证券交易所便设立了卖空机制，从中我们可以看出市场中的卖空情绪。当投资者预期股票价格会下跌时，他就会对该股票进行卖空操作。在卖空时，他首先从投资经纪人或经纪公司那里“借”来股票卖掉，待日后股票价格降低时，再从市场中买回股票将其还上。如果某股票的现价为 90 美元，三个月后的价格为 60 美元，那么这其中的 30 美元的价差就是卖空投资者的卖空收益。

纽约股市交易所会对在本交易所上市的所有股票的卖空情况进行追踪，并将每月的“卖空比”（short interest ratio）冠军予以公告[②]。同时还会公布该股票的平仓天数比（days to cover ratio），亦即其他变量都不变的情况下，该股票需要多少天才能从熊市中走出。

---

① 之后就没有再发布了。
② 该比例是股票的卖空量与日均交易量的比值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票交易所不仅会计算个股的卖空比，还会对在该交易所上市的所有股票的总体卖空情况进行公告。我发现在市场的卖空比与投资者情绪之间存在着相关关系，因此我们可以利用这项数据来预测市场在接下来的走势。

像所有的投资者心理指标一样，这都可以归结为逆势投资问题。当市场中的卖空操作越频繁时，投资者就越紧张。而市场上的高卖空率则说明，所有的看空者都已经投降了[①]。你应该还记得谷歌的股价在 IPO 之后的疯长吧。起初一些纽约对冲基金对谷歌的前景并不看好，对其采取了卖空操作，但谷歌的股价却很快就涨到了初始价格的两倍、三倍、四倍，而这些对冲基金也获得了异常惨痛的教训。

对于股市行家来说，高卖空率不仅象征着熊市的退去，还意味着牛市的到来。事实上，市场中还会短暂地出现“牛熊合体”的现象。在所有的看空者都卖空股票，抬高卖空率之后，就不会再有太多抛售的跟进了。相反地，就在这熊市的深渊里，买入的力量已经开始形成了。卖空者总是要通过平仓来获取卖空收益，而平仓就意味着股票的买进，买进就意味着上涨动力的增强。

---

① 投资者选择卖空是一个风险很高的决定。如果投资者对价格走势的预期出错了，那么他的损失是没有上限的。这里再举一下之前提到的那个例子吧。假设在投资者以 90 美元一股的价格将股票卖空了之后，股票价格非但没有降，却迅速地涨到了 120 美元、150 美元、180 美元的高位上。在这样的情况下，只要股价一直涨下去且投资者还没有平仓，他的损失就会越来越大，直至无穷。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当第一批的卖空者完成了平仓之后，价格的上涨会为其他的卖空者带来不小的压力，因为没有哪一位卖空投资者想成为牛市的牺牲品。他们怕自己会成为最后一批逃离的炮灰，怕自己会被轧空[①]的行情挤得动弹不得。于是，其余的卖空者就会像失去了主见的旅鼠一样，慌慌张张地将股票买回。

当你对市场情绪进行评估时，必须对各指标进行综合考虑。不要听信某个指标的一家之言，甚至纽约股票交易所的卖空率也是如此。因此，最理想的状况就是所有指标反映出来的市场走势是一致的。

有的时候，为了了解市场中的投资者情绪，投资者所选用的指标是不合适的。例如，很多人根据内部交易者[②]的动态来测算市场中的牛市情绪。这其中的逻辑是：由于投资者不能很好地了解某家公司的成长和收益状况，因此这家公司的股票就很有可能被低估或高估。但公司内部人员[③]却可以了解公司的真实情况，于是他们就可以利用这些信息来进行投资。

这样的逻辑看似很有道理，但问题是，它并没有把内部投资者的特殊之处考虑进去。他们在很多方面不同于一般投资者。他

① 所谓轧空，指的是卖空投资者错误地估计了市场走势，市场不降反升。
② 证券交易管理委员会将内部交易者定义为能够获得公司的运作情况、发展前景等内部信息的交易者，包括该公司的高级管理人员及董事会成员。
③ 也就是对公司情况最了解的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们财富中的很大一部分和公司股票绑在一起，而他们供职时间越长，就会得到越多的公司股票作为福利。他们卖掉股票很可能只是为了分散投资组合，或是为了支付自家小孩子的私人学校学费，或者只是为了到佛蒙特买一间滑雪小屋。他们会为了很多原因把股票卖掉，而投资者若是仅根据这一点就认定熊市将至，那就未免太过草率了。

大部分情绪或心理指标都只适用于股市，不过也有一些专业性更强的情绪指标同样适用于其他市场。共识公司（Consensus）是一家专门对市场情绪进行研究的公司。该公司每周都会对多个市场中的投资者进行调查，涉及的市场包括原油市场、黄金市场、白银市场等。

杰夫雷・维尼格（Jeffery Weniger）是我在哈里斯私人银行的研究助理。他曾对原油市场中的投资者情绪在 1985 年 4 月—2004 年 7 月间的表现进行过研究。他将评分在 75 分以上的市场情绪归为牛市情绪，将 25 分以下的归为熊市情绪，而将 25 分～75 分之间的归为中立。该项研究的结果并没有出乎我们的预料。在每个牛市之后的六个月里，原油的价格平均下降了 5.6%；而在熊市之后的六个月里，投资者却能获得 12%的平均收益[①]。

[①] 中立情绪对应的收益数据为 3.2%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在与投资者心理这个要素打交道时，你并不会在数据的获取方面受到困扰。和其他要素比起来，投资者心理所对应的指标要相对简单一些，所以分析起来也会更容易些。

对于这一要素，你可能会遇到的所有问题都和提供数据的人有关。因为人总是逃不出本性的控制的，并没有人能脱俗成仙。我们就承认吧，我们总是不能很好地描述出自己的感受，也无法把这些感受解释清楚[①]。我们尤其不擅长对未来的情绪进行预测。大量的研究表明，我们总是倾向于把看牙医的经历想象得过于恐怖，而把期待已久的墨西哥旅行想象得过于美好[②]。

当我还是个孩子的时候，我是最后一批去电影院看《星球大战》的。当时这部电影受到的好评如潮，我也是对它充满了期待。而当我看完电影离开影院的时候，却非常失望。电影里的特技效果确实很棒，但我却觉得整个剧情简直就是乱七八糟。

期望越高，失望就会越大，这样的感受非常的普遍。研究表明，当一本书或一部电影早已名声在外、备受追捧时，你就很难再欣赏到它的妙处，也不会对它评价太高。相反，期望越低，也就越容易获得惊喜。当去看一部票房很差的电影或读一本默默无闻的书时，你很可能就会被其中的情节吸引。同样的道理在经济

---

① 否则如何解释精神病医生在北美的普及？
② 却会忽视牙医会缓解你的牙痛，而度假时的日晒及突发病会把整个假期都毁掉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上也同样适用。当整个市场都认为劳工部会发布一份不利的就业报告时，市场的期望值会变得非常低，惊喜出现的可能性也会很大。

正是由于我们对情绪的评价会出现如此大的偏差，所以我们不能将“投资者情绪”这一要素当作核心要素来对待，更不能将投资决策的制定单纯地建立在这一要素的基础上。诚然，这一要素可以抓住投资者的买入、卖出、卖空等行为所传达出的信号，也可以为投资决策的制定提供有价值的线索，但最大的问题在于：逆势法则并不永远成立，你不能因为它而放弃必要的思考。尽管大熊市被高估的可能性非常小，但也是有可能的，尤其是当市场位于修整的初期阶段时。而一旦掉入了价值陷阱，你持有的理应被低估的股票还会继续往下跌，这样的痛苦简直苦不堪言。

而上述原因，也解释了为何在投资决策的制定中基本面定价会占据如此重要的位置。在第 11 章中，我们将会介绍基本面定价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 章　要素之五：基本面定价

在投资世界中，投资机会无处不在，随手可得。不管你走到哪里，都会有新的投资产品出现。有兴趣去残破不堪的次贷市场购买投资组合抄底吗？还是对来自新兴市场的投资机会更感兴趣，如越南和哈萨克斯坦？当然了，你也可以把多余的钱投到巴西的某家风力农场中去，或是和你姐夫一起开家三明治店。

也许你会觉得上面的投资项目都太冒险了。你若不想承担这么大的风险的话，还可以购买短期国债，尽管其收益非常有限。上面的每一种投资选择都对应着一组特有的风险收益的组合，你开出支票或者完成电子转账前，你必须要对其进行仔细的盘算。

尽管之前已经讨论过的四个要素能够帮你扫清投资障碍，也可以把最佳的资产配置时机测算出来。但还有一个决定是你必须要做的，就是哪种投资选择能为你提供最好的风险收益组合，即最好的基本面选择。这就是我的第五个要素——基本面定价将要重点讲述的。

对于金融市场来说，相对定价法则是检验市场诱人程度的唯一标准。无论你看中的是哪个市场：实体三明治店也好，美国蓝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

筹股也好，定价工具都能帮你制定出一个客观的决策。

当市场价格遭到了投资者情绪的严重扭曲，或当市场波动太过激烈、频繁时，基本面要素所起到的作用就越显得关键。有些指标能够将被高估或低估的资产门类找出来，而你若能对这些指标多加关注，就能为你的投资增添成功的砝码。

这里就以 2008 年秋的市场崩盘为例。那时华尔街正上演着倾城甩卖的戏码，证券价格在这场数十年一遇的金融危机中被打压得惨不忍睹，早已偏离了它们的实际价值。对冲基金及其他借钱投资的投资者都遭到了债主的催逼，只得想尽办法卖掉手中的全部资产。

股票市场并不是唯一的重灾区，债券市场也同样如此。很多高质量债券的价格都遭到了严重的打压，不过这也抬升了它们的收益率[①]。自 1996 年以来，BBB 级企业债券的利率一直维持在比国债高 1.6%的位置上，而在 2008 年的金融危机中，购买 BBB 级企业债券的投资者竟然能获得 4.6%的额外收益！这就相当于你从沃尔玛的大卖场中以 50 美元的价格淘到了正品名包一样！

发生在 2008—2009 年间的那场金融危机在市场中引发了不小的恐慌。而就在这场危机初期，曾有投资专家建议投资者把新

---

① 收益率的走势与价格的走势是相反的，当债券越便宜时，息票价值占债券价格的比例就越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兴市场债券当作避险工具来使用。在这些专家看来，新兴市场和全球经济间的联系并不是很紧密，因此当美国病倒时，他们还不至于也跟着一块倒下。

对于这一点，我并不赞同。为什么呢？因为即便这些新兴市场能够抵挡住来自美国的侵袭，它们也无法克服自身价值被高估这一问题。作为一个资产门类，新兴市场证券相对于标准普尔 500 指数是被严重高估的。在 2008 年年初，标准普尔 500 指数的市盈率为 18.2，MSCI 新兴市场指数的市盈率为 15；而就在 2002 年 3 月，MSCI 指数的市盈率还仅仅是标准普尔 500 指数的三分之一。

也许在某些分析家看来，上述事实说明了来自新兴市场的企业的收益增长前景优于发达市场，而我却并不认同。这样的推论确实很有吸引力，但我却抵挡住了，这一点让我在日后感到十分庆幸。在已知的市盈率下，我会把新兴市场证券当作被高估的资产来看待，除非能有其他指标证明事实并非如此。不过尽管这样，我还是会在投资组合中为新兴市场证券保留一席之地，而之所以会这样做，则是出于长期投资及分散风险的考虑。

接下来不妨讨论一下，投资者的购房决策如何受基本面定价这一要素的影响。购房置地这样的大事，每个人在一生中都会遇上几次。假设你要在 2008 年夏天退休，并准备搬到迈阿密的高尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

夫圣地去养老。你已经在迈阿密找到了合适的房子，而且那套房子的价格还有折扣！这时你的朋友们觉得你已经疯了。他们纷纷向你质问，“你难道不知道整个房地产市场已经垮掉了吗？”

你的朋友们说得很对。自 2006 年 12 月—2008 年 8 月，迈阿密地区的平均房价已经狂跌了 30%。而这样的跌幅，即使是在当下这场如此严重的房地产市场危机中，也已经是够惨烈的了。上述市场形势，加上高尔夫球场只在十分钟的车程之内的诱惑，都会对你的购房决策造成干扰。

而在屏蔽掉了这些干扰之后，你要考虑的更为重要的问题是，这套房子的基本面情况是否良好。你要分析它的价格是否合理。如果与最近的几笔交易比起来，这套房子的价格明显偏低，你就必须把价格偏低的原因找出来，并在此基础上判断出当前的价格是否体现了这套房子的真正价值。要想回答上述问题，你必须借助指标来分析房地产市场的基本情况，并以此来了解你心仪的这套房产的相对价值。

在决定是否购买一套房子时，你首先要考虑这套房子的基本面信息。你要将这套房子的现状、房龄、位置等情况综合起来进行考虑，再判断它的价格是否是合理。而至于判断的标准，你可以参考情况相近的房子在近期的交易信息。如果对基本面的审查

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都通过了，你就可以继续对其余的四个要素进行考查，来获取有关投资本身以及投资时机的信息。

例如，宏观经济状况就会对决策的制定产生影响。如果美元贬值，外国买家就会在佛罗里达冬日暖阳的吸引下进入佛罗里达的房地产市场。同样地，市场心理也会为你提供有用的信息。在房地产市场经历了大跳水之后，买家的数量会锐减，而这也意味着价格的降低。

不仅市场心理要素对你有利，流动性要素也站在你这一边。如果你的个人信用记录无懈可击，且可以支付一大笔钱做首付，那么即使 60%的银行都在收缩信贷，你仍然能获得足够的资金支持。

最后一个要考虑的要素是市场态势，而市场态势这边也没问题。在过去的 10 年里，佛罗里达的房地产开发商奉行的是“筑巢引客”的开发战略。在这个策略的引导下，至今还有好多房子没有找到买主。上面提到的四个要素都非常重要，但是若是分析到最后你忽然发现，基本面指标出了问题，那么其他的分析便全都没有意义了。

每当我对投资的基本面情况进行研究时，我总会去分析投资者的投资收益究竟来自哪里。这些收益无外乎是以收入[①]或资本升

[①] 例如债券利息或股票股息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值[1]的形式到达投资者手中，而定价指标的作用，就在于能帮你算出你到底能获得多少收入，以及在现行市场价格水平某项资产升值或贬值的可能性有多大。

同时，你还必须想清楚，为了得到这一系列的收入和收益，你需要付出的成本有多大？若是你预期标准普尔 500 指数会在接下来的两年内上涨 20%，那么今天你要花多少钱才能把它买到？与其他的投资机会比起来，这样的价格是否合理？

就这样，我就可以依照同样的标准，对所有的投资机会进行比较，即使所涉及的资产门类拥有完全不同的风险收益组合也没关系。在任何情况下，我都可以用定价指标来判断那些看似不错的投资机会能否为我带来不错的投资收益。

我的投资事业是从债券开始的，而对债券的定价要相对比较容易些。债券投资者需对两个问题加以重点关注：一是债券的价格，二是债券发行方的信用状况。

首先，你要判断，债券的现行市场价格与其发行价格比起来，是否存在折价。这项工作很容易就能完成，因为在一般情况下，债券的发行价格等于其票面价值。债券的票面价值也就是债券的本金，是债券在三年、五年、十年或更多年后终于到期时，投资

---

[1] 即投资者所购买的证券的升值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者所能收回的那部分金额[①]。

一旦发行之后，债券价格就会受到一系列相关因素的影响，如发行者的信用状况、现金流预期，以及市场中的利率水平等。而在进行债券投资时，你所真正关心的问题却可以归结为一个简单的数学运算。你要算出发行债券的公司能不能赚到足够的钱来支付债券的本金和利息，答案得从能或不能之间选择，没有第三种选项。如果债券的支付是有保障的，而且你可以在折价水平上将债券买到，那你的投资就可以算是包赚不赔了。而如果在任何一个方面出了问题，你都可能会输。

以上就是黑白分明的债券世界，接下来我们要讨论的是光怪陆离的股票市场。在考虑股票市场时，我们必须要考虑到所有可能会出现的结果和状况。公司会实现其季度预期收益吗？它的主要竞争对手会实现重大研发突破吗？这个公司是其他公司的并购目标吗？如果是的话，那家公司支付得起并购费用吗？此外，公司的财务总监会毁掉账本逃往塔希提群岛吗？

上述这些问题的答案都会对公司股价的形成产生影响，进而关系到公司市值的大小。而接下来的问题就更复杂了：这家公司的市值水平是否被放在了一个合理的位置上？股票不同于固定收

① 一般情况下，每张债券的票面价值为 1 000 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益投资，没有到期日，也很少会派发股利[①]，而这也使得这个问题变得更加难以处理。

像其他市场一样，股票市场也会为那些懂行情、守规矩的投资者提供大量的投资机会。当投资者被态势搅得晕头转向时，市场情绪的每一次起伏、市场指数的每一次反复，都会为理性的投资者带来新的投资机会。而这些投资机会，往往蕴藏在戏剧性的投资事件中。

在 20 世纪 90 年代末，由于投资者对科技股的疯狂追捧，科技股的股价远远超越了电信股及其他股票板块。而在这样的喧嚣中，以投资远见著称的长期投资者们却都纷纷选择了沉默。

伯克希尔哈撒韦公司（Berkshire Hathaway）是由著名投资家沃伦・巴菲特控股的一家投资公司。每当巴菲特锁定了被低估的投资目标后，他就会通过这家控股公司来完成投资交易。然而在 2000 年年初，这家公司的投资收益竟然低于市场 50%！同样地，投资界的另一传奇人物，对冲基金投资者朱利安・罗伯逊（Julian Robertson），也于 2000 年 3 月关闭了他的老虎基金（Tiger Fund）。

上述两位投资界巨擘都对互联网股票的高股价提出了公开的质疑。当然了，这些投资大家都相信自己对股票的判断。他们果

[①] 并不是所有的上市公司都会为其普通股支付股利的，即使是支付的那些，也没有一个固定的股利支付模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

断地卖掉了被高估的科技股，并将所得的收益转投了价值股。这样操作的结果便是没过几年，他们就取得了无人能及的投资成就。同时，那些宣称基本面定价规则已经被互联网改变的投资者，却只能独自品尝投资失败的苦涩。

想做逆势投资者可不容易。我们可以用科技股来说明这一点。在科技股完全崩盘之前，市场已经对这样的价格偏离容忍了好几年。而即使是在比较正常的时期里，市场也会遭遇过冷或过热。投资者并不一定要实践低买高卖的原则，但却必须要对市场在定价循环中的位置有着准确的把握。

股市中的很多常见指标都是定价指标，而这些指标可以帮你将好的投资机会从不好或一般的投资机会中区分开来。我把这些指标分成了三类。其中第一类指标是最常用的，以市盈率为代表，把证券、指数以及其他投资品的价格与企业的收入状况联系到了一起[①]。第二类指标则将证券的市场价格与企业的资产负债表联系在了一起，如市场价值/账面价值。而第三类指标则是围绕着债券的收益率展开的，如股息率及到期收益率。

在开始对股票组合加以监测之后，我才意识到我所选用的定价方法是由投资决策的性质决定的，也认识到了并非所有的定价

[①] 这类指标还包括价格现金流比、价格销售比，以及盈余报酬率等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指标都能帮上忙。我知道我不该对制药巨头辉瑞公司的股价过分关注，而我不这么做的原因，在之前的几章中已经说得很清楚了。况且，这项工作本就该是分析师做的，并不在我的工作职责之列。

此外，何必仅仅对辉瑞公司的新产品感兴趣呢？虽然某家制药公司的新产品没有获得市场认可，但与此同时，其他公司的新药品马上就要上市了，只差食品药品监督管理局（FDA）审批这一关没过了。因此，我需要的信息并不是辉瑞公司的相关数据，也不是 FDA 的新药审批程序，而是一个能帮助我判断整个制药行业的投资情况的更为宏观的指标。我想知道，与其他可供选择的行业相比，制药业是否是一个更好的投资选择。也就是说，我需要的是一些概括性很强的定价指标，这些指标要能告诉我，某些资产门类是被高估了还是被低估了。

此外，我还注意到，有些指标的功能非常有限。例如，在对银行业和金融服务业进行分析时，现金流分析法非常有用，但它却不能对属于不同资产门类的资产的相对价值进行衡量。

在我接管了波士顿银行的资产配置基金之后，为了使我的客户实现收益最大化，我必须对该基金的资产配置随时进行调整。也就在这一过程中，我认识到了：那些能够帮我判断出资产门类间的价值差异的定价工具，才是真正有用的定价工具！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在众多指标中，最有用的基本面指标当数盈余报酬率（earnings yield model）了。而这一指标之所以有用，就在于它能帮我计算出股票和债券在任何一个时点上的相对价值。

盈余报酬率模型又被称作联储模型[1]，它的结构和市盈率模型完全相反。市盈率是股票、指数或是其他投资品的价格与其对应的资产的预期收益或真实收益的比值。投资者可以把某只股票的市盈率与同类证券、整个行业，或是整个市场的市盈率放在一起进行对比。

而与市盈率不同，联储模型的计算模式是完全倒过来的。首先，你要从分析师那里获得标准普尔 500 指数的成分股所对应的公司在接下来的 12 个月里的预期营业收益。接下来，你要用上述数据比上标准普尔 500 指数的当前价格，所得的比值就是这一指数的盈余收益率[2]。最后，你将所得的盈余收益率与 10 年期国债的收益率进行对比。而通过这一简单的对比，你就可以知道股票与债券的相对价值了。

联储模型通过一个很简单的方法，把公司收益、股票价格以及债券利率联系到了一起。在联储模型中，若是标准普尔 500 指数的盈余报酬率显著高于国债收益率，就说明股民的情绪在此时

[1] 之所以会起这样的名字，是因为该模型是由艾伦·格林斯潘时代的美联储设计出来的。
[2] 其他指数的盈余收益率也是这么算出来的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十分的低落，也就是说，他们会要求更高的投资收益来补偿他们因投资股市而感到的风险厌恶。而在牛市中，股市的盈余收益率低于国债收益率。这时，投资者并不会对股市中的风险感到格外的厌恶，也不需要 AAA 级国债来提供避险的港湾。

爱德华·雅德尼（Edward Yardeni）是一位供职于德意志银行纽约分部的投资专家，同时也是一位经济学家。他于 20 世纪 90 年代末对联储模型的表现进行过仔细的观察。他发现在那段时间里，联储模型不仅能够对已经发生了的牛熊循环做出很好的解释，而且还能成功地预见到 20 世纪末的那场牛市崩盘。

在那时，只要是足够警觉的投资者，都能对来自联储模型的信号有所察觉。在 2000 年的第一季度，联储模型表明股票市场已经被高估了 70%。而在那之后还不过数周，标准普尔 500 指数就开始了疯狂的跳水。那次的崩盘非常惨烈，如果大跌的势头得不到制止，大盘股的市值只需三年就能跌到原有水平的 60%！

也就在那时候，在 2001 年的夏天，我跳槽到了哈里斯私人银行。在那时，我每月都用联储模型对股票市场进行评估。在我看来，既然它能够预言到股市崩盘的来到，那么它就应该能在股市转暖时向我发出信号，提醒股市相对于债券市场的颓势即将过去。

然而，股市的复苏却是好久之后的事了。发生在 2001 年 9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月 11 日的恐怖袭击使得原本就十分虚弱的美国经济变得更加脆弱，而消沉的市场情绪也在社会恐慌中得到了进一步的加深和蔓延。在 2002 年第三季度，几大股指才终于见底。那时半个世纪以来最严重的熊市正在大行其道。尽管市场没有像 1987 年或 2008 年那样上演日泻千里的惨剧，但截至 2002 年 9 月 30 日股市收盘时，标准普尔指数还是在过去的三个月中下跌了 17.3%。对于大部分股票经纪人或共同基金经理来说，这已经是他们所亲身经历过的最痛苦的市场时期了。在 2008 年金融危机到来之前，市场再也不曾如此落魄过。

因此，在这样一个市场时机下发表牛市言论是非常不合适的。没有人愿意在这样的一个市场环境中去冒险，之前曾认定过市场即将转折的投资者，也早已落得名利双失的下场了。可尽管如此，我还是无法忽视联储模型释放出来的积极信号。美联储为了刺激经济，一再降低利率，债券市场中的收益率也跟着走低。而到了这时，股票市场已经被相对低估了 20%～30%。

据此我判断，股票市场的投资机会已经成熟了。我向哈里斯私人银行的投资政策委员会表明了我的看法，建议减持债券、增持股票，并将这一策略坚持到股市再次被高估时为止。在我做出了上述判断之后，我花了好几个星期游走于哈里斯私人银行的多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家分部，向那里的投资组合管理人推介我的投资建议。尽管我的投资决策很冒险，但我的投资业绩却摆在那里。良好的声誉不仅能帮我获得客户的认同，还能获得投资组合管理人的赏识。

然而，联储模型也并非无往不利。曾经有投资评论家指出过，它是一个很好的短期指标，但却不能提供长期的投资信号。此外，国债也不是股票的最佳参照物。

对于上述两点批评，我认为非常合理，但瑕不掩瑜，我们不能因为这些缺点而把联储模型全盘否定掉。只要你记得将基本面定价放在 12～18 个月的投资视野下进行考虑，你就可以从联储模型中获得关于股票与债券的相对价值的准确信息。此外，如果你觉得把 10 年期国债设置为股票的参照物风险太低了，你可以将国债换为 BBB 级企业债券的指数组合。而即使需要这样或那样的调整，当投资者需在股票与债券之间二选一时，联储模型仍然是他们的最佳选择。

然而，联储模型并不是唯一一个能够帮你制定上述决策的模型。当你在股票与债券之间进行选择时，股息贴现模型（dividend discount model）也可以为你提供一些帮助。该模型将股票在未来发放的所有股息进行贴现，同时假设股息的发放会无限期地进行下去。股息贴现模型与市盈率模型非常相似。而二者的不同之处

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就在于：前者依据的是投资者真实收到的股息，因此该模型可以计算出指数的现金回报率。

那么为了获得这些现金股息，投资者愿意付出多大的成本呢？不必说，折价当然是最好的选择。因此，只要你将股息的贴现值与这些证券的市场价格加以比较，就可以制定出最好的投资决策。这其中的计算过程非常简单。只要你能够查到或算出未来的股息支付值，也知道当前的股票价值，很容易就能算出隐含在其中的回报率。

可问题在于，公司支付的股息并不是一个固定的数值，另外，还有很多公司根本就不支付股息。因此，你必须用某项长期收益增长率作为股息增长率的替代值。只有这样，你才能预计出股指的长期增长率，然后将这一关键数据与当前的市场定价进行对比。

上面两个模型都能让你根据基本面定价的情况，在股票和债券之间做出选择。而这仅仅是个开始。在这之后，你还要在许多相同的或是完全不同的定价指标的帮助下，继续进行投资选择。

这个过程和旅行计划的制定有几分相似。首先你要在法国的卢瓦尔峡谷和加州的纳帕山谷之间进行选择。由于汇率计算非常麻烦，且宾馆开销及其他花费对家庭预算来说也是一个不小的负担，因此你选择了加利福尼亚。而在做出这个决定之后，还有一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系列的问题在等着你去解决。例如，到底是该乘飞机去呢，还是开车把家人载过去？若是乘飞机的话，哪家航空公司最合适？需不需要动用自己的飞行里程数？一旦到了那里，是去野营呢，还是到高级宾馆享受暖床和早餐呢？

以上这些是旅行计划的制定过程，而基于定价指标的投资决策制定也基本相似。当你决定了投资股市、放弃债券及其他资产门类之后，你就已经对投资方向和投资目标有了明确的界定。接下来，你就需要判断股市中的哪一部分能使你获得最大的投资收益，并在这一判断的基础上构建投资组合。例如，你必须在定价指标的帮助下，在美国股市与海外股市之间做出选择。

但问题是，很多投资者在分析到这里时，会漏掉一步。一旦他们确定了股票市场是更好的选择之后，就会直接去分析美国股市中哪个板块更好，而不再对其他国家的股市进行考虑。其实，随着全球投资机会的不断增多，可供个体投资者选择的海外投资机会也越来越多，因此这样的失误可非同小可。

曾几何时，所谓的“全球投资”只不过是购买美国存托凭证而已，所涉及的投资对象也只有欧洲的几大跨国公司，而现在，情况已经大不相同了。不仅欧洲本土市场变得更加多元化了，像中国、波兰、南非这样的新兴市场也已敞开了大门，向我们提供

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了全新的投资机会。此外，越南、尼日利亚这样的前沿市场也已经吸引到了一些机构投资者的目光，这些市场最终也会成为低风险厌恶的个体投资者的投资对象。

在确定投资方向时，你可以以美国股市为标准来判断欧洲、俄罗斯、墨西哥股市的定价状况。而这其中的关键就在于，你必须要把视野放得更远些。因为只有这样，你才能找到拥有最好的基本面的股票市场。

如今的美国人在其投资组合中配置的外国股票比以往任何一个时代都要多。这样的事实也反映出了一个现状，那就是美国股市在全球市场中所占的比重正在不断下降[①]。

虽然可供选择的投资机会已经越来越多了，但投资者在进行选择时，却不能很好地遵守相对定价法则。投资者总是自下而上地挑选股票，例如，只是因为偶尔看到某篇文章说中国消费市场的形势不错，就会退出当前的投资，转而购买中国最热门的零售股票。这样的做法是非常不妥当的。首先，投资者应该对中国股市的整体情况进行仔细深入的考察，再决定是否要把手中的投资品卖掉以转投中国股票。在这个过程中，投资者要在市场定价的基础上，判断出哪些市场是被高估的，并把最好的投资机会锁

---

① 在 20 年前，美国股票的市值能占到全球股市的 60%，而如今，全球股票的市值为 30 万亿美元，美国股票的市值还占不到其中的一半。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定住。

然而，可供投资者选择的股票市场有几十个之多，投资者如何才能制定出一个合理的相对定价决策呢？此外，这些市场差异极大，把它们放在一起进行比较，就像是将卷心菜比作猕猴桃一样的荒唐。

在这里，我们就得求助于那个大名鼎鼎的指标——市盈率了。当然了，我并不是建议你将所有的资本都投入到市盈率排在后十位的那十个市场中去，这样做就有些太过绝对了。此外，你若只是根据市盈率的大小来做投资决策的话，就有可能错过那些正处于高速增长期的市场[①]，反而会陷入波动性更强、风险更高的市场。这样的做法显然不妥。

对不同资产的相对价值的比较非常的重要，因为你一旦决定了将某 1 美元投入到股票或债券中去，这 1 美元就不能再被用在其他地方了。因此，在你决定这 1 美元的命运时，相对定价是非常重要的一个考量。

当你收听彭博的广播节目或收看 CNBC 时，经常会听到投资专家就某只股票发表精彩的演讲。专家会说这只股票的市盈率怎么怎么低，它的账面价值和股息收益率又如何如何好，最终得出

---

① 这些市场的市盈率一般都偏高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结论说这只股票简直就是一级棒。

然而，上述推理却经不起推敲。例如，如果在节目中，专家们认定辉瑞制药的股价被低估了。那么这里的“低估”，是相对于谁来说的呢？是股市中的制药板块，还是整个股票市场？专家们随便找几个数据就可以把这个问题给敷衍过去，而你却不可以。你必须要在说服力足够强的理由的支持下，才做出或买或卖的决策。你要自上而下地思考问题：与其在个股之间纠缠不清，不如先在大盘股与小盘股之间加以定夺。在这样的投资思路的指引下，在正确的投资指标的帮助下，你的投资业绩一定不会差。

在任何情况下，你都不能过分依赖单一的定价工具。这里不妨以使用最广的市盈率为例。在 1987 年 9 月底，标准普尔 500 指数在之前的 12 个月里的平均市盈率只有 22，而在 2002 年夏天，标准普尔 500 指数的平均市盈率却已经达到了 30。那么，上述市盈率能说明股市在 1987 年 9 月底的情况优于 2002 年夏吗？当然不能。股市在 1987 年 10 月的一天之内暴跌了 30%，而 2002 年却是新一轮牛市的开端，在之后的 2003 年实现了非常大的涨幅。

因此，单纯对市盈率进行比较并没有太大意义。你应该做的，是对影响市盈率的要素进行深入的思考。如在 2002 年，市盈率的虚高是由企业在经济衰退时的收入状况不佳所引起的，而利率也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一个关键的影响因素。利率把股票收益与股价联系到了一起，当利率升高时，市盈率就会降低；而当利率降低时，市盈率就有了上升的空间。当其他变量不变时，高利率会压低未来现金流的现值，因此会影响到市盈率。

那么，如何在市盈率的帮助下，对市场中的投资机会进行锁定呢？一个非常好的办法就是对一个市场的市盈率进行持续的追踪。假设在过去的 20 年间，A 市场的市盈率一直比 B 市场高出 10%左右，那么，如果 A 市场的市盈率低于 B 市场，或是 A 市场的市盈率只高出了 5%，从相对定价的角度来讲，A 市场就具备了投资价值。

就在几年前，罗素 2000 指数实现了对标准普尔 500 指数长达五年的压制。在这五年间，罗素 2000 指数的市盈率几乎是后者的两倍，而小盘股的市盈率也是比大盘股高得多。这样的定价异常，是我在 1997 年之后便再也不曾经历过的了。而也正是这样的异常，使得我于 2007 年第三季度对大盘股和小盘股的持有情况进行了调整，加大了大盘股的持有比重。事实证明我的决策是正确的。在两年之后，标准普尔指数便完成了对罗素 2000 指数的反超。

当然了，不同门类资产的相对定价关系并非一成不变的。在 20 世纪 80 年代，新兴市场的概念还没有出现，“欠发达国家”是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比较流行的一个说法。在“欠发达国家”的新生股票市场中，股票遭到了严重高估或低估，这其中的价差都宽得可以让卡车从中穿过了。尽管随着新兴市场数量的增加、流动性的增强、多样化的提升以及监管的进一步规范，其价差已经不再那么夸张了，但对基于历史数据的投资机会的捕捉，却变得更加困难了。

如今，针对新兴市场的“风险溢价”已经基本上不再存在了。难道这意味着，新兴市场没有提供足够多的投资机会吗？或许是，又或许不是。或许这只是在提醒我们，是时候该换个角度来审视基于历史模式的定价工具了，是时候对它们加以补充和修改了。在判断定价数据是否合理时，态势指标就是非常有用的一个工具。

如果某种历史模式真的发生了变化，我们就得主动灵活地去适应它。如果定价指标总是把你往错误的方向上引，态势指标就能化作护栏保护你，把你从悬崖边上救起来。在这里，态势指标就是你的投资保险，它将确保你不会因投资失误而遭受巨大损失。尽管每隔一段时间，市场中的相对定价关系就会发生实质性的变化，但对于新兴市场来说却并非如此。它们一向都太贵，这一点还从未改变过。

假设根据最初的定价分析，你并没有选择股票，而是选择了收入型的投资工具，如债券或者房地产。这样一来，你就得求助

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于一套完全不同的定价指标了。在这些指标的帮助下，你可以对全球各个固定收益市场的相对价值加以测量。

尽管我曾做过专业的债券投资分析师，但我仍然不敢小瞧债券市场。在债券市场中，可供你选择的债券包括外国政府发行的主权债券、为企业并购提供资金的垃圾债券，以及与某些资产绑定在一起的债券，如抵押贷款支持债券或信用卡应收账款支持债券等。每一类债券的风险都是独特的，而投资者也会依据风险的大小，来要求相应的风险溢价作为补偿。

在对债券进行投资分析时，收益率当然是最为重要的考量。当然了，对收益率的测量也应在相对定价的基础上进行，而测量的标准就是美国财政部发放的国债。由于财政部能够提供最高的信用保证（AAA 级）和最好的流动性，因此用国债做定价基准是美国投资者的最佳选择。此外，国债的种类非常的多，涵盖了几乎所有的投资期限。因此，投资者很容易就能为各种类型的固定收益投资工具找到合适的参照物。

只要你选择的是债券投资，你就免不了要为信用风险而备感烦扰。债券的发行者能按照最初的承诺支付利息、偿还本金吗？即使他能，他有支付和偿还的意愿吗？当然了，如果债券的发行者是美国财政部，你就没有什么好担心的了。毕竟，这些债券是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由美国政府全额担保的。曾有债券投资者开玩笑地说道，若是美国政府都出现信用问题了，我们要担心的就不只是损失多少钱那么简单了。那时候，恐怕全国性的大灾难就要到来了。

也正因为如此，专业投资者才会把国债作为债券定价的基准，并将收益率的差额看作是投资者承担额外风险的溢价，又被称作信用利差。假设你正在新兴市场国债与美国公司 BBB 级劣质债券之间做选择。这两个债券组合的投资期限都是 10 年，且信用评级也是一样的。为了判断哪个组合的投资价值更大，投资者应该把二者的收益率计算出来，并将这两个收益率与 10 年期国债的收益率做比较。在其他变量都一致的情况下，信用利差越大的债券组合，其投资吸引力也就越大。这其中的道理非常直观：信用利差越大，收益率就越高，投资者所能享受到的风险溢价也就越高。

资金安全的重要性在始于 2007 年春的那场金融危机中得到了淋漓尽致的体现。随着危机在 2007 年下半年及 2008 年的蔓延，投资者的恐慌情绪日益严重起来。他们对风险表现出了极强的厌恶情绪，而这将整个金融市场都折腾得残破不堪。

到了 2008 年 11 月底，市场信心已经跌到了谷底。市场中的信用利差是如此之高，甚至达到了历史最高值。对于投资者来说，只要不是政府担保的债券，就是高风险债券。投资者对所有的非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国债都要求高额的风险溢价，而这也抬升了股票收益率的门槛。由于在企业的资本结构中，债券的地位高于股票，因此，债券比股票更安全。而既然更安全的债券已经能提供足够高的投资收益了，投资者还何必再去考虑更为危险的股票投资呢?

有的投资者会为了实现现金周转去购买正在贬值之中的资产。例如，某位投资者要盘下一家音像出租店。由于消费者可以通过 Netflix 在线租影片，也可以直接从 iTunes 或是其他网站上下载，因此音像出租店的发展前景并不是很乐观。而且，音像出租店确实没有多大的内在价值。社区商店正在经历着经营模式的更新换代，传统音像店的边缘化已经无可避免。因此，若是投资者真的要接手一家音像店的话，他必须要保证这家音像店能够盈利，因为这项资产本身不会为他带来任何的升值收益。

有时候，这样的投资决策也可能是合理的，只要你能把其中的定价关系给理明白。这里不妨再举一个例子。假设你对油井产生了浓厚的投资兴趣。然而，油井中的石油总有一天会被采光。到了那时，油井开采权就不再具有任何价值了。在这里，油井的投资价值由该油井能带来的投资收益决定。这其中涉及了该油井能在产油期喷出多少石油①，以及产出的石油能在公开市场上换来

① 即油井的石油储量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多少货币。接下来，你得将开发油井的收益与购买油井的成本进行比较，若是这其中的利润较之其他投资机会来说更吸引人，那么购买油井的决策就是合理的。

在很多情况下，投资者并不会从投资品中获得分红收入。就以你看中的那套迈阿密宅邸为例吧。除非你把这套房子当度假房用，在每年不度假那六个月里把它租出去，否则在卖掉它之前，你不会从这套房子中得到任何的现金收入。同样地，黄金投资也是如此。投资者只能从黄金升值中获得投资收益，因为黄金不会为你带来任何分红或其他收入。此外，在某些情况下，你还必须为黄金投资支付额外的费用[①]，因此，你若是想要投资黄金的话，必须得确定好黄金的升值空间要足够大，大到可以把那些额外的费用都给抵消掉。

类似的例子还有风险投资基金，或是一家发展前景不错，但风险也很高的生物科技公司。除非这些公司的经营理念和业务模式能够经得住时间的检验，否则你根本无法从当初的投资中获得收益。而对于一家新成立的生物科技公司来说，其面临的基本面定价要素包括获得资本的难易程度以及食品药品监督管理局对他们的新药所持的态度。

作为投资者，当你看中了一项投资品后，你的任务就是透过

[①] 例如，金条的储存和保险费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格表象，计算出该投资品的真正价值。接下来，你得将这一价值与投资品的价格进行比较，同时也比较一下其他投资品的价值和价格的大小。

在某些市场中，由于有完备的指标体系存在，上述任务很容易就能完成。而在另外一些市场中，你就必须要发挥自己的想象力了。你要自行开发出一系列的定价指标，并在此基础上，完成自己的投资决策的构建。因此，若你不会用定价指标，那你就是在给自己制造投资障碍。这样一来，你就无法把投资版图拼凑整齐，也无法参透其中的玄机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章 整合五个要素

讲到这里，你大概已经听得有点不耐烦了吧。你忍不住暗自嘀咕，他到底在讲些什么啊？他一会儿说这个指标，一会儿又说起另一个，但我真正需要的却是简单而实用的投资法则，最好还附有操作手册；我需要一本投资秘籍，在它的指引下，再混乱的金融市场也能变得井然有序。

相信我，对于你的痛苦[①]，我完全能够感同身受。数十年前，我也只是这个市场中的一名初学者，而你正经历的一切，和我那时的经历非常的相似。只不过，那时的我不仅要管理自己的资金，还要对数千个客户的退休储蓄和财务状况负责。因此，我必须要找到一套投资方法，在我进行投资决策时为自己答疑解惑。我在之前的章节中介绍的这套投资方法，就是对自己这么多年的经验和教训的总结。在我看来，这套投资方法非常有效。它可以在杂乱无章的金融市场中，指引我从何处入手。

对于投资者来说，构建一个稳健的投资决策，和建造一座新房子是一样的。这座房子不仅要能提供舒适的居住环境，还要能

---

① 并且这痛苦远非语言所能形容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

遮风挡雨，能够抵挡住突如其来的地震和强风。到目前为止，我已经把建造这座房子所需的所有材料都给你了。我之前提到的各种指标，就相当于建房子时会用到的砖头、灰泥、铜制排水管及木制托梁。

然而，仅仅知道这些还是不够的，当你建房子时，你还得根据建筑图纸来决定地基要打多深，如何对第二层进行适当的支撑，壁炉和烟囱该建在哪里，如此等等。同样地，当你构建投资决策时，你需要的不仅仅是正确的材料[①]，还需要有一个计划。在这个计划的指导下，你才能将那些数据加以有效运用。

在这里，我们要感谢互联网的出现。在互联网的帮助下，你只需轻点鼠标，就能获得比以往任何时代都多得多的信息。现在该是退后一步，在更为宏观的层面上进行思考的时候了：在这么多数据的支持下，你该如何对投资工具进行取舍呢？

正如我们都希望能拥有一套符合自己需求和偏好的房子一样[②]，每个人对投资的需求也各不相同。因此，在资产配置计划的指导下进行全球宏观投资时，你必须要把自己特定的收益目标、流动性需求及风险容忍程度都考虑清楚。只有这样，你才能判断出什

① 即投资五要素中的那些指标。
② 甲可能需要一间家用办公室；乙可能会需要多间卧室来抚养5个孩子；丙则需要内设独立套间的公寓，好把祖父母接过来一起居住。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么样的投资决策和资产配置最适合自己。这也是为什么我和我的客户觉得很好的投资方案在你看来未必适合的原因所在。我若是给你一个“放之四海皆准”的公式，或许你今天会觉得很满意，但最后吃亏的还是你自己。

在同样的指标面前，不同的人对它的解读是不同的。这样的现象很正常，因为我们的投资目标和出发点并不一样。同样地，在某些特定的场景下，我为自己的投资组合制定的投资策略和我为客户的大型基金制定的策略不一样。所以，尽管我可以为你提供投资工具，甚至给出一些提示来告诉你如何制定投资计划，但最终做决定的还是你自己。这也解释了为什么投资不仅仅是一门科学，还是一门艺术。

然而，我却可以在较为宏观的层面上向你提供一些策略或方针上的建议。当然了，在这之前，我还是得提醒你：当你运用指标解读金融市场时，你的情绪会从中作梗，千方百计地对抗你的理智。这些我在前面的章节中已经讲过了。例如，你会为了寻求心理安慰，而去随大流。

在 1999 年春天，联储基金定价指标发出了明确的减持股票的信号。然而，此举却意味着我和我的同事必须打乱原先的投资组合，而这样的调整需费些周折，也很难解释得清。虽然之后的事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实证明，这个信号绝对是正确的[①]，但当时却只有这一个指标明确表明股市被高估了，其他的指标都在发出不必慌张的信号，让投资者保持原有的持仓状况。

在这时，态势指标表明市场态势是强劲的，国债市场指标也表明宏观经济状况正在转好。而在投资者心理这边，投资者智能公司的统计数据显示，看多股市与看空股市的人数比为 2:1。于是我就困惑了，我到底该相信哪些指标呢?

像任何一位芝加哥小熊队的球迷一样，我也喜欢坐在球场中间为心爱的球队加油呐喊，但这并不意味着我会把自己辛苦赚来的钱[②]全都压在这支球队身上，赌他们会在一个世纪后在全世界称冠。更不必说，这时还有一个关键指标在警告你这样做有多么冒险。到了 1999 年夏末，终于有更多的指标站在了联储基金定价指标这一边。尽管那时股票市场仍在上涨，少数股票还在继续创着新高，收益率曲线也很平滑，但那时的我对于减持股票，已经有了更强的信心。

回首过去的大事件总是非常容易，而将基于指标的投资决策应用到今天或是明天中去就没那么简单了。这里需要的不仅仅是自信，还有努力和耐心。首先，并不是所有的反转都会像 1999 年

[①] 不到一年之后，股市便开始了长达三年的衰退。
[②] 或是我客户的钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时那样具有戏剧性，因此，为了保持长期投资业绩，即使是再隐秘的市场信号，我们也不能加以忽视。因此每个星期我都会对投资五要素中的每一个指标逐一进行分析，并且在每一天、每一周、每个月都会重新审视我的资产配置状况，随时根据指标反馈给我的信号而对各资产门类的权重做出调整。

缺乏耐心是我们所有人的通病。如果你要找的是通往成功投资的捷径，恐怕你要失望了。如果我告诉你，当大盘股的市盈率高于某一数值时，你往量筒里加上一勺投资者心理，再加上两杯基本面定价和半杯市场态势，就能获得一个或买或卖的答案，那么我纯粹就是在忽悠你！

投资要素是需要你花时间研究和思考的，在这期间还得运用你的判断力。当你玩牌或下棋时，必须要遵守相应的游戏规则。聪明的人只要稍用点心，几个小时后就能取得胜利。而对于国际象棋或桥牌来说，情况就不同了。这两项游戏对玩家还有额外的要求，那就是玩家要能对形势进行战略性的考虑，而这也是投资者所必须具备的素质。

当然了，正如桥牌中有出牌惯例、国际象棋中有公认棋步一样，在我向你推荐的定量全球宏观投资法中，也存在着一些经验法则。例如，若存在一个市场在绝对和相对意义上都被低估了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么你把闲置资金投入到这个市场中就是很好的一个选择，而这一做法也为接下来的投资决策指明了方向。

当你进行投资决策时，第六感是非常重要的一个因素，你应当将它包含到投资五要素中去。只有在多年之后，当你对各指标都已经很熟悉了之后，你才能判断出何时该将甲要素发出的信号忽略掉、何时要对乙要素加以重视、何时得加大丙要素在决策制定中的权重。

下面我要讲述的，便是当不同要素聚到一起时，可能出现的协同或冲突现象。接下来的这个例子大家应该还是有印象的。在2000—2002年的熊市过后，所有的专业投资者都在急切地等待着市场复苏的信号。如果说在1999年的牛市末尾，离开股市的决定对包括风险厌恶者在内的任何一个人来说都很困难，那么在2002年的夏天，重新进入股市的考虑也同样令人痛苦。

那时候，我们仍对安然、世通的破产印象深刻，而它们也都还处于舆论的风口浪尖。尽管如此，到了2002年6月，我已经有些迫不及待了。因为我清楚，过多持有债券而过少持有股票，对于长期投资业绩来说，并不是一个好的选择。

一定要记住，投资者能做的且该做的第一个决策，也是最重要的决策，就是设定投资组合在股票和债券上的投资份额。而在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那时，我也只有等待投资五要素来告诉我，什么时候进行调整才能获得最好的效果。只有当时机成熟时，我才能采取下一步行动，去研究市场上的哪个板块比较好。

正如我已经指出过的，对任何投资决策来说，基本面定价都是最关键的要素。当你构建投资组合时，必须要以可靠的定价指标做基础。因此，当你寻找大盘股即将超越小盘股的信号时，首先要对定价指标进行考虑。例如，标准普尔 500 指数的预期收益率是否能超过 BBB 级债券指数[①]?

如果基本面指标表明大盘股没有问题，那么接下来的考察就可以继续了。下一个要考察的要素是宏观经济状况。你要调查一下宏观经济是处于扩张期还是收缩期。其中会用到的指标我们都已经讨论过了，如收益率曲线就是很好用的一个工具。

下一个要素是流动性。在该要素下你要考虑的问题是：市场对流动性的需求有多少，市场对风险的容忍程度怎样？此外，你还得在指标的帮助下，判断有多少资金正在等待进场。你也可以从信用利差中，获取关于投资者承担风险的意愿的信息。例如，《巴罗周刊》所追踪的中等债券与优质债券之间的收益率差额就是很有用的一项统计数据[②]。

[①] 在这里，你要动用任何可用的资源数据。例如，你可以计算一下标准普尔 500 指数的盈余收益率，即市盈率的倒数。如果某一指数的市盈率为 14，那么它的盈余收益率即为 1/14，也就是 7.14%。

[②] 额外提示：将近 10 年的数据下载到一张电子表格中，你就能得到一个可靠的历史比较依据了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要赢，就要参透行情。

接下来是第四个要素：市场情绪，也叫做投资者心理。你要在指标的帮助下去测量市场中的投资者情绪，去判断他们是不安还是得意。

最后一个要素是市场态势。在很多情况下，此要素与定价要素紧密相关，都在投资决策的制定中起着关键性的作用。如果定价要素给出的是绿灯，但态势指标却警告你买入危险，那么你就得格外小心了。而一旦态势要素也亮着绿灯，且所有五个要素所发出的信号都是一致的，投资决策的制定就非常容易了。

就在 2002 年的夏天，五要素终于开始向着一致的方向发展了。到了 6 月，标准普尔 500 指数已经在之前的 12 个月中下跌了 18%，而这样的跌幅，已经足以将该指数的远期收益率抬高到 10 年期国债的收益率之上了。就在这时，联储模型又告诉我们，大盘股已经至少被低估了 5%。这正是我一直在等待的买入信号。

然而，只有这一个信号还不够，还要有其他要素的确认才行。尤其是在态势这个关键要素还没就位之前，我更是不敢轻举妄动。市场宽度是上涨股票与下跌股票的数量比，是态势要素中很重要的一个指标。如果它一直释放负面信号，定价要素与态势要素各执一词，结果就会陷入僵局。

每当这样的情况出现时，特别是重要的市场转折马上就要到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来之际[1]，我就会求助于市场中的背景要素，并试图去挖掘各指标的深层含义。到了 2002 年中期，持续的熊市已经对投资者的情绪造成了很大的打击，看空与看多股市的人数比达到了 2:1。而到了 12 月，核心定价指标表明大盘股已经被低估了 30%。

不仅熊市特征进一步变得明显，市场情绪也在向着同样的方向发展。这时，就只有态势指标还没就位了。只要态势指标一声令下，我就能安全重返股票市场了。又是几个月后，态势指标的转机最终在 2003 年 3 月出现了。市场宽度自那时起开始改善，在所有的交易板块中，处于上涨中的股票数量都超过了一半。一个月后，标准普尔 500 指数超出了其 200 日移动均线 4 个百分点。也就在这时，重返股市的最佳时机终于出现了！就在那时，我建议客户加大对股票的持有权重，在随后的 12 个月里，标准普尔 500 指数飞涨了 23%！

在这里，我并不是说只要把 2008 年的熊市尾巴紧紧抓住，那就万事大吉了。不过，只要你能对指标加以耐心、细致、有序的运用，当时机成熟时，你自然能在股票市场上上演一场王者归来。而那一天可能就是你读到本书的这一天，也可能还得再等上两三年。只要你对指标所发出的信号保持持续关注，总有一天你会发

[1] 这样的大转折，每 10 年也就出现几次。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现，在绝对安全的国债上投入太多的资本与投资于被高估的市场一样，都很不妥当。

当市场中发生飙涨或暴跌时，就像 2008 年第四季度所发生的那样，对指标的监控就变得非常重要。而当市场中的上涨（下跌）趋势不那么明显时，投资修养和战略思考的能力就显得尤为关键了。要想获得成功，或者想对全球宏观视野下的潜在投资机会有所知晓，你就得对所有的投资选择进行日常审核。即使目前市场没有遭受严重的高估或低估，即使你没有在找寻进入或退出的机会，你也要把日常审核坚持下去。也就是说，你需要一个有序的投资方法。

不管你想对资产配置进行大规模调整，还是进行简单的例行公事般的审查，虽然没有放之四海皆准的方法，但当你在指标的基础上进行投资决策时，还是有一些经验法则可以尝试一下的。

投资者要练就一对火眼金睛，来看穿所有的指标表象。要对指标加以自我怀疑和思考，不要想当然地去接受那些似是而非的信号。如在 2006 年年初，短期国债的收益率超过了长期国债，在国债收益率曲线上出现了反转的现象。然而，这次的异常却是由全球流动性过剩引起的，和美国的货币政策无关。美国在新兴市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场上的贸易伙伴[1]纷纷用它们的富余资金购买美国国债，从而使得债券的收益率曲线出现了反转。

会不会有什么事情已经在金融市场中发生了，但指标却没有反映出来呢？指标所呈现给你的，一定是事件的完整内容吗？在9·11恐怖袭击发生后，投资者要去应对的不仅仅是事件本身，还有该事件所带来的不确定性氛围。人们难免会担心，恐怖袭击的下一个目标会是哪里，而那种每时每刻的不确定感就会转化为人们对权威[2]的不信任。

在这之后披露的多起公司丑闻，如安然事件，就是这种不信任的体现。对于投资者来说，这种不信任会转化为绝对、彻底的风险厌恶。投资者也许不能控制恐怖分子的行为以及恐怖主义带来的风险，但他们却可以把投入到金融市场中的资金撤回来。在那样的情况下，投资者将资产变现纯属意料之中，而传统的流动性指标也不能完整地反映基本面情况了。

你要时刻问自己，是否有新的投资指标存在。世界一直处在不断地发展变化之中，新兴市场的出现总会带来行为模式的改变。因此，曾经风靡的指标也许会被新的、改良过的数量工具所取代。

例如，多年前，股票共同基金的现金余额占基金总资产的百

---

[1] 尤其是中国。
[2] 上至政府官员，下至公司 CEO。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分比就能很好地反映出股票市场的流动性。理论上来说，这些现金余额代表了市场中可用货币的数额[1]，然而，随着投资者纷纷向指数型基金靠拢，共同基金经理若想打败指数型基金，就不能再将任何资金闲置一旁了。在这样的情况下，继续对现金余额进行追踪已经显得不合时宜了，因为那些数据已经不再具有任何实际意义。即使市场中的现金余额已经所剩无几，也不能由此而得出任何有关资产定价或投资机会的结论。

你有没有准备好，去见证一些“不可能事件”的发生呢？有时候，这就意味着对你之前的一些假设的否定。例如，商品市场数十年来一直都只是金融市场中的小配角。与股票、债券不同，投资于黄金、原油或铜期货不会为你带来任何的利息收入或红利[2]。

在商品市场中，由于不存在像“黄金公司”或“纯铜公司”那样的实体来发布季度损益表，因此，对基本面状况进行测量非常困难。同时也不会有公司出面就美国证交会提出的风险要素表达自己的立场。因此，商品本身的“公允价值”的确定[3]也许根本就无法完成。

这里以黄金为例。由于黄金没有什么工业用途，所以它的价

---

[1] 即止跌回升的助燃剂。
[2] 商品市场有一定的进入门槛，这是由商品市场的结构决定的。
[3] 而不是采矿公司的市值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值主要由投资者的认可度决定。这就使得黄金的定价变得更为复杂了。但你又不能因此而对这一问题避而不谈。虽然在 1986 年 12 月—2007 年 11 月间，商品研究局现货商品价格指数的年收益率只有 2.3%[①]，但投资者若是能对商品市场中的临时性供求失衡加以合理的利用，还是能大赚一笔的，尤其是在 2003—2007 年的牛市期间。

对于投资者来说，仅仅因为没有熟悉的指标，或是熟悉的指标不能以熟悉的方式运行，并不意味着这类资产就没有投资价值。在 2001 年，美联储连续五个月调低了存贷款基准利率，使得联邦基金利率及其他相关利率从 6.5%降到了 3.5%。美联储这样做的初衷自然是为了避免潜在的衰退，而对于商品市场来说，这也带来了最好的买入时机。

但尽管如此，把商品加入到客户的投资组合中去还是有些不合常理。因此，如果真要我这样做的话，所有的五个要素必须都保持一致才行。虽然在很多投资者看来，商品市场已经越来越重要了，但商品市场中其实只有三个分析指标可供投资者参考，它们是：联邦基金利率和通货膨胀率之间的关系、商品指数的 200 日移动均线、商品指数的移动宽度。

[①] 在同一期间，标准普尔 500 指数的年均收益率为 11.4%，而债券指数为 7.7%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一般情况下，这些数据在我看来还不够充分，但我也只能勉为其难了。在 2002 年 3 月，道琼斯 AIG 商品指数超出了其 200 日移动均线 4 个百分点。商品市场的基本面状况无论是在绝对还是相对意义上都没问题，而且态势指标也已经就位。也就在那时，一家叫做太平洋投资管理公司（PIMCO）的全球投资管理企业引入了商品实际收益基金（Commodity Real Return Fund）。在该基金的帮助下，投资于商品市场就像购买共同基金一样容易。你需要做的，就是把握好正确的时机。

就在那时，我建议客户将投资组合的一部分配置为商品。在接下来的四年里，我们因此而获得了 16.7%的年收益率，而标准普尔 500 指数的年收益率却只有 9.3%。到了 2006 年，商品指数已经低于其 200 日移动均线 4 个百分点了，并且美联储也开始提高利率，我们就在这时选择了退出。

那么，如果我又从商品市场中觅得了一个投资良机，我该将哪一个门类的资产卖掉，来为我的新投资提供资金呢？而当我将选中的资产卖掉之后，又该怎样处理所得的投资收益呢？

这些收益可以成为下一轮投资的初始基金。对于投资者来说，理清这些收益的来源和进行投资决策同等重要。有时候，寻找这些收益的来源和去处要比制定投资决策本身更加困难。因为在这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一问题上，并没有专门的指标能够帮你。

罗恩・拉夫林（Ron Laughlin）是一名资深投资者，也是我的一位好朋友。他将由投资收益购得的资产命名为“加增塔”（gazinta）。这个词没有任何实际意义，只是短语“去向”[1]的谐音而已。

在大多数情况下，你没有必要这样自造生词。只要你对指标的计算和使用是准确而一致的，已有的指标就能帮助你在不同的投资工具中做出准确无误的选择。当然了，决策的制定最终还是要取决于你的个人偏好及最近的境况。这时，你就该把自己的个人情况考虑进去了，例如，你对风险的厌恶程度究竟怎样。

由于你无法对投资组合中的某些部分进行太过频繁的重新配置，因此全球宏观投资法对你来说可能只是部分适用。如果你担心对资产的频繁调整会为你带来较重的税务负担，那么你不妨将全球宏观投资法应用到免税的那部分资产中去，如退休账户（IRA）或是 401（k）养老金[2]。

假设目前所有的五个要素都显示股票市场被高估了。投资者甲会据此把他所有的股票都卖掉，甚至会进行卖空操作，以从股指下跌中获取投资收益。而投资者乙却没有这样做。他（她）没

[1] goes into，指的是投资收益的去处。

[2] 你若是对上述问题不太在意的话，就说明你是一位目光长远的激进型投资者。同时，你的投资决策不会受到税费的影响，你也愿意对资产进行频繁的、大规模的调整，即使是对整个投资组合大换血也没关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有对已有的投资进行过多的调整，只是把原本要配置为股票的新增资产配置成了其他的资产门类。这两种投资决策会为投资者带来不同的投资收益，也会带来不同程度的风险，但这两种决策都是在我教给你的要素投资法的基础上制定出来的。只要投资者能够对各要素传达出来的信息做全面的考虑，任何根据自身状况制定出来的投资决策都是合理的。

说到这里，我都能感觉到你的疑惑了。你是不是特别想问：对于投资五要素来说，存在着某种形式的经验法则吗?

答案当然是肯定的。例如，在进行投资时，你要考虑的第一个问题永远都是：与其他投资选择相比，股票是最安全、最具吸引力的吗？由于从长期来看，股票的收益率要远高于债券[①]，因此，长期投资者选择以股票为主的投资组合无可厚非[②]。而尽管如此，我们仍会将债券作为我们的投资组合中的一部分，因为我们中的大多数人都无法保持一个长达几十年的投资期。

只有当你根据自己的风险厌恶程度、投资目标以及其他情况确定了股票投资在投资中的份额之后，才能继续考虑如何将这一份额在不同的股票市场间加以分配。不过，若是投资五要素显示，

① 正如在之前的章节中提到过的那样，在过去的18年里，股票的年均收益率为10.5%，而债券只有8%。
② 虽然在过去的10年间，股票市场的表现确实很不堪，但其中也有一个时期，股市连续几年都表现不错。而这也说明了对投资组合进行持续监测是非常重要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整个股票市场，无论是国内市场还是国外市场，都表现得特别好，你就可以直接进行下一步操作了。

当你在股票世界中进行选择时，无论是出于惯例还是常识，你都应将备选股票与标准普尔 500 指数进行比较。你要在基本面、态势、投资心理等要素的帮助下，判断出某一股票组合的相对价值，如小盘股或新兴市场股票。

正如你在投资五要素的基础上进行是否进入股市的决策一样，你也要用同样的方法，决定全球股票市场中的哪一部分才是最好的选择。无论你是在价值股与成长股之间选择，还是在大盘股和小盘股之间选择，基本面定价和态势永远都是五要素中最重要的两个要素。

在指标的帮助下，我们能判断出不同门类资产间的相对变化，那么，对于同一门类资产间的相对变化，这些指标能帮我们判断出来吗？答案是肯定的。只要评价的对象是一组投资品的相对价值或绝对价值，指标就都是有用的。

举例来说，我可以依据投资五要素发出的信号，来决定何时将资金在大盘股与小盘股之间进行转换。作为小盘股的风向标，罗素 2000 指数在 21 世纪初的表现十分抢眼。截止到 2007 年年初，其强劲势头已经保持六年了。在这六年间，罗素 2000 指数狂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨了 76%，而标准普尔 500 指数却只涨了 19%。这样的现象非常极端。投资者们都知道小盘股的繁荣景象随时都有可能结束，但究竟会在什么时候呢?

关于这一问题，当然还要从投资五要素模型中找答案，希望它能够告诉我们，该在什么时候减少对小盘股的持有。在那个时候，基本面定价和投资者心理都已经就位了，而态势指标却直到 2007 年 7 月才向我发出信号。那时罗素 2000 指数相对于标准普尔 500 指数的收益率已经降到了十个月移动均线之下。也就是在那时，我和我的团队决定将投资重心从小盘股转移到大盘股上。

指标存在的所有意义，就在于提醒投资者在正确的时间进行资产配置。在金融市场中开疆扩土从来就不是一件容易的事，尤其是在经历了 2008 年的金融危机之后，我们对此有着深刻的体会。

如今，经济全球化正使得金融市场越变越复杂，新的投资产品和投资策略不断地涌现出来，投资版图也正在经历着快速的更新换代。如今，家住博伊西的投资者很容易就可以投资墨西哥比索或是泰国的基础设施建设，而这一切就像投资美国大盘股一样的便利。此外，投资者还可以通过开放型指数基金，把投资的触角伸向新能源。

每个新的投资机会的出现，都会将投资者的投资收益提升几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个百分点。而随着“婴儿潮”一代的逐渐老去，这多出来的几个百分点就能为投资者的经济状况带来很大的改善。对于某些投资者来说，他们本来连汽油价格的上升都应付不了。而在这些额外收益的支持下，他们就没有什么可担心的了。对于年轻一点或资产足够多而没有养老负担的投资者来说，他们所面对的是不一样的挑战：他们要到日益膨胀的金融市场中，把拥有最好的风险收益组合的投资品给找出来。

在投资世界中，投资机会日益变得复杂其实是一件好事[①]。对于一些经验比较丰富的投资者来说，他们只需在时机的把握上再下点工夫就可以了。而对另一些投资者来说，他们所需的帮助就要多一些了。然而，无论是谁，只要他能将自己的投资决策建立在审慎分析的基础之上，而不是凭着直觉、情绪、传闻做决定，他就已经为自己在金融市场中赢得先机了。此外，若是投资者还能对数量工具加以合理的运用，他就能很好地理解投资市场中的每一个部分了。

我在这本书中讨论到的所有指标，以及由这些指标构成的投资五要素，都只是投资工具而已。投资者要对这些工具加以创造性的运用，才能为先前曾倍感困惑的问题找到合适的解答。对于

① 至少对能应付这种复杂的投资者来说是如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我来说，大盘股和小盘股的配置问题曾让我十分为难，因为这个问题对我的客户来说实在太重要了。当然了，你也可以在这些要素的帮助下，去判断究竟是中国还是印度，才是新兴市场投资的最佳选择。不过，虽然我们关注的焦点可能会有所不同，但有一件事却是我们都很关心的。那就是，市场是否已经从 2008 年的金融危机中复苏过来了……

投资世界中的机会稍纵即逝。如果你一直追随别人的脚步，你就永远都无法把这些机会看清楚，更不要说去把握住它们了。因此，你必须要站到最高的地方俯视整个投资版图，才能合理地展开对指标要素的部署，并在指标的帮助下完成自己的资本配置。

此刻，我离地 3 万英尺，投资美景尽收眼底。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译 后 记

在投资的世界里，各人都有自己的一套方法，当然他们各自获得的回报情况也各不相同。但无论如何，有一点是不容置疑的：投资决策不是一连串的赌博，而是一系列的理性决策。在这方面，做得最好的无疑是专业投资机构的基金经理和投资主管了。虽然一般的投资者未必具备专业人士所拥有的财力和资源，但是在进行投资决策时最好还是参照一下他们的做法。

本书作为一名专业投资者的多年经验之谈，在这方面有着极高的价值。杰克·阿布林在投资界度过了几乎整个职业生涯，有着丰富的投资经验。作为一名财经编辑和撰稿人，苏札尼·麦基则有着大量的财经写作经验。这二人的合作，既保证了本书言之有物，又确保了读者阅读时能始终感到轻松、愉悦。

投资是一系列的理性决策，这既需要对投资环境的深入理解和准确判断，也需要作为决策者的投资者始终保持理性。本书所提出的全球宏观投资法正是从这两个方面展开的。其实，这也应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要赢、就要参透行情。

该是一切投资决策方法的基础。希望读者在读过此书展开实战时，万勿忘记这一点！

在翻译过程中，何雪飞、傅苏颖、柯如燕、党印、汪国雄、邹俊、方献、钟金花、方芳、汪媛、汪海涛、罗复苏等人审核或校对了本书的部分译稿。

彭玉镏

2010年6月10日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

●学了杰克·阿布林的“五要素”投资分析法，不但能让你睡得更加安稳，还能让你变得更为聪明。即便是在最为动荡不定的金融风暴之下，阿布林这套历经20多年时光总结而成的统一的、理性的投资分析体系也能帮你从中全身而退。阅读本书，将是你曾做出过的最明智的投资之一。

——约翰·卡拉维

WTTW公共频道资深记者

●本书是在大量的可供验证的市场数据以及众多经济体和市场的投资经验的基础上总结而成的。投资者万万不可因为既有的投资损失而放弃自主判断，任由那些宣称掌握了更好、更新的投资分析方法的所谓大师们的哄骗。本书将教会你如何超越贪婪和恐惧，理性、客观地进行投资决策。

——比尔·巴恩哈特

《芝加哥论坛报》金融版编辑与专栏作家

●本书作者找到了一套非常可行的投资分析方法，足以应对复杂、多变的投资世界。作者对金融市场有着非常深刻而独到的见解，这使得他能够总结出这套听起来极其合理、用起来也极其方便的投资方法，保护并且扩大了投资者的财富。

——爱德华·利勒

道富环球资产管理公司、利勒资产管理公司前首席投资官

●杰克·阿布林把他将近30年的投资生涯所积累的经验全都浓缩在了本书之中。对于有意在资本市场大展身手的人来说，最好先读过本书再进场投资。

——伊斯雷尔·谢克德

波士顿大学管理学院 金融与经济系教授

PEARSON
www.pearson.com

ISBN 978-7-302-27286-1



定价：38.00元